

UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL
FACULTÉ DE DROIT
SECTION DES SCIENCES COMMERCIALES, ÉCONOMIQUES ET SOCIALES

LES
CAPITAUX MIGRATEURS
(HOT MONEY)

THÈSE
présentée pour l'obtention du grade
de Docteur ès Sciences Commerciales et Economiques

PAR
Henri BLUMENFELD

TOULOUSE
IMPRIMERIE F. BOISSEAU
34, Rue du Taur
—
1941

LES CAPITAUX MIGRATEURS

“ HOT MONEY ”

La Faculté de Droit de l'Université de Neuchâtel, sur le rapport de M. le Professeur Fr. Scheurer, autorise la publication de la thèse de doctorat ès sciences commerciales et économiques, présentée par M. Henri Blumenfeld sous le titre : **Les Capitaux migrants**.

La Faculté ne donne ni approbation, ni improbation aux opinions émises, ces opinions devant être considérées comme propres à l'auteur.

Neuchâtel, le 1^{er} mai 1939.

Le Doyen de la Faculté de Droit
Claude Du Pasquier.

UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL
FACULTÉ DE DROIT
SECTION DES SCIENCES COMMERCIALES, ÉCONOMIQUES ET SOCIALES

LES
CAPITAUX MIGRATEURS
(HOT MONEY)

THÈSE
présentée pour l'obtention du grade
de Docteur ès Sciences Commerciales et Economiques

PAR
Henri BLUMENFELD

TOULOUSE
IMPRIMERIE F. BOISSEAU
34, Rue du Taur
—
1941

A MES PARENTS



TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
CHAPITRE PREMIER. — REMARQUES PRÉLIMINAIRES SUR LA NOTION DE CAPITAL.....	5
CHAPITRE II. — L'ASPECT THÉORIQUE DE L'ANALYSE DES CAPITAUX MIGRATEURS	15
Section I. — Les diverses catégories de mouvements de capitaux	16
§ 1. Classification d'après la durée du placement	16
§ 2. Classification d'après la régularité des mouvements de capitaux	18
§ 3. Classification des mouvements de capitaux à court terme d'après leur fonction	21
§ 4. Classification des capitaux d'après leur mobilité	25
§ 5. Classification des mouvements de capitaux à court terme d'après les motifs qui se trouvent à leur origine	28
Section II. — Le critérium des capitaux migrants	31
§ 6. Définition des capitaux migrants	31
§ 7. Le transfert de capital dans les mouvements de sécurité et ses conséquences	31
A. Le transfert de capital à l'aide de mouvements compensatoires	33
B. Le transfert de capital en cas d'absence de mou- vements compensatoires	36
a) Le transfert par les déplacements inter- nationaux de marchandises	36
b) le transfert par la mise à contribution de la réserve d'or et du stock de devises..	40

CHAPITRE III. — L'ASPECT PRATIQUE DE L'ANALYSE DES CAPITAUX MIGRATEURS 43

Section I. — L'enregistrement des mouvements interna- tionaux de capitaux 43

- § 1. Sa nécessité 43
- § 2. Les méthodes d'enregistrement 46
- § 3. La méthode du relevé direct 47
- § 4. L'enregistrement des crédits à court terme 53
- § 5. Les tentatives faites en matière d'enregistrement des
mouvements de capitaux 56
 - 1. Aux Etats-Unis 56
 - 2. En Angleterre 64
 - 3. Par la Banque des Règlements Internationaux ... 65

Section II. — La « Hot Money », exposé des faits, en considé- rant plus spécialement les Etats-Unis et la Suisse 68

- § 6. La « Hot Money » aux Etats-Unis 68
 - 1. La situation financière internationale des Etats-
Unis avant 1934 71
 - a) les Etats-Unis pays débiteur en 1914 71
 - b) la transformation des Etats-Unis en une
nation créancière de 1914 à 1918 72
 - c) le mouvement des capitaux de 1919 à 1935 73
 - d) le retrait des fonds étrangers à court
terme de 1929 à 1933 75
 - 2. L'afflux des fonds étrangers depuis 1934 77
 - a) en 1934 77
 - b) en 1935 78
 - c) en 1936 82
 - d) en 1937 85
- § 7. La « Hot Money » en Suisse 88
 - 1. Le mouvement des capitaux à court terme en
Suisse de 1931 jusqu'à la dévaluation en 1936 ... 89
 - 2. L'afflux des capitaux en Suisse après la dévaluation 90

CHAPITRE IV. — ANALYSE DES CAUSES QUI DÉTERMI- NENT LA FORMATION ET LES MOUVEMENTS DES CAPITAUX LIQUIDES..... 97

Section I. — La formation des capitaux liquides..... 97

- § 1. L'épargne 98
- § 2. Le crédit en tant que source de capitaux migrants 102

Section II. — La thésaurisation des disponibilités à l'étranger et la détermination des causes qui entraînent les déplacements de fonds thésaurisés	110
§ 3. La thésaurisation	110
§ 4. Le taux d'intérêt comme facteur déterminant des migrations de capitaux	116
§ 5. Le Gold Exchange Standard	121

CHAPITRE V. — LA POLITIQUE FINANCIÈRE EN MATIÈRE DE CAPITAUX MIGRATEURS	127
§ 1. La politique de la stérilisation de l'or	127
§ 2. L'intervention par le moyen d'un Fonds d'égalisation des changes : le Fonds d'égalisation anglais	132
1. Le but du Fonds d'égalisation	133
2. Les deux types de Fonds d'égalisation des changes	134
3. Le mécanisme du « type-crédit »	136
a) L'afflux des capitaux à court terme sous le système de l'étalon-or intégral ..	136
b) L'afflux des capitaux à court terme sous le système de l'étalon-or avec Fonds d'égalisation des changes	140
4. L'activité du Fonds anglais d'égalisation des changes depuis 1932	143
a) la crise de la livre en 1931	143
b) la création du fonds en 1932 et son intervention pendant les années subséquentes	145
§ 3. Les conventions bancaires	152
CHAPITRE VI. — CONCLUSION	157

APPENDICE STATISTIQUE ET CHRONOLOGIQUE

A. Statistiques des principaux mouvements de capitaux migrants	166
TABLEAU I. — Le mouvement net des capitaux à destination des Etats-Unis et sa composition	166
TABLEAU II. — Le mouvement net des capitaux à destination des Etats-Unis et sa provenance d'après les différents pays	168
TABLEAU III. — Le mouvement net des fonds bancaires entre les Etats-Unis et l'étranger et sa composition	170
TABLEAU IV. — Le mouvement net des fonds bancaires entre les Etats-Unis et l'étranger et sa provenance d'après les différents pays	172
TABLEAU V. — Le mouvement net des titres entre les Etats-Unis et l'étranger et sa composition	174
TABLEAU VI. — Variation des réserves-or	176
TABLEAU VII. — Variation des réserves officielles de devises de quelques pays	177
TABLEAU VIII. — Dépôts à vue et à court terme auprès de la Banque des Règlements Internationaux	177
TABLEAU IX. — Endettement à court terme de la place de Londres	178
TABLEAU X. — Engagements à vue des banques suisses	179
B. Tableau chronologique des principaux événements concernant les mouvements internationaux de capitaux depuis 1933	180

BIBLIOGRAPHIE. — Auteurs consultés	187
en langue française,	
en langue anglaise,	
en langue allemande	
en langue italienne.	

INTRODUCTION

Les mouvements des capitaux à court terme posent actuellement peut-être le problème économique le plus ardu. Les gouvernements, les milieux bancaires et commerçants et l'opinion publique, cette dernière par la presse financière qui s'est énormément développée pendant les années d'après guerre, s'inquiètent toujours davantage des fonds considérables qui voyagent d'un centre financier à l'autre, sans remplir aucune des fonctions légitimes que leur avait imposé jusqu'à maintenant le mécanisme dit « normal » des échanges économiques internationaux.

Ces fonds mouvants ne représentent pas, en effet, la contre-partie d'un envoi de marchandises ou d'une prestation de services, ni des prêts accordés par les pays à balance en excédent à des voisins moins favorisés dont la balance des comptes accuse un déficit. A part le caractère anormal de ces mouvements et leur accélération, c'est l'accroissement quantitatif de la masse des fonds liquides en mal de migrations qui explique l'inquiétude générale, causée par ce problème.

Sir George Paish estima, en 1910, à 400 millions de dollars l'afflux moyen annuel des capitaux à court terme, d'Europe vers les Etats-Unis¹. Ces mouvements étaient de nature saisonnière et servaient pour leur totalité au financement des importations de printemps et d'été des Etats-Unis ; ils anticipaient sur les entrées de disponibilités qui suivaient la récolte d'automne.

1. Cf. *Harvard Review of Economic Statistics*, 1919, p. 230.

De 1935 à fin 1937, les statistiques officielles ont enregistré un afflux de trois milliards et demi de capitaux étrangers aux Etats-Unis ; ces capitaux sont susceptibles d'un retrait immédiat. Le mouvement des crédits commerciaux entre les Etats-Unis et l'Europe, dont le caractère de périodicité a fortement diminué, crédits qui ne se font plus uniquement dans la direction des Etats-Unis à cause de l'industrialisation de ce pays, n'est pas compris dans cette somme.

Pour illustrer par un autre exemple l'importance numérique croissante des mouvements de capitaux et spécialement des fonds liquides, on peut rappeler que dans la quinzaine du 5 au 22 mai 1938, vingt milliards de francs français environ, soit près de 560 millions de dollars, entrèrent en France, obéissant à une vague de confiance créée par les seules déclarations d'un président du Conseil des ministres.

Constatons également, en comparant les balances des paiements des Etats-Unis pour les années 1913 et 1936, que le pourcentage du *mouvement des capitaux* a presque décuplé par rapport au volume total de la balance des paiements :

**Pourcentages des éléments de la balance des paiements
des Etats-Unis¹,
(Entrées et sorties)**

	1913	1936
	%	%
Marchandises	81,7	35
Services	7,8	8,2
Or et argent	4,9	7,7
Capitaux (intérêts, rem- boursements, nouvelles émissions)	5,6	49,1 ⁽²⁾
Total	100	100

1. Calculé d'après les indications de la *Harvard Review of Economic Statistics*, juillet 1919 et du *Federal Reserve Bulletin*, 1937. Certaines réserves s'imposent pourtant à propos de cette comparaison : on ne pouvait pas encore, en 1919, relever exactement le mouvement des titres, mais le portefeuille étranger fut très stable à cette époque ; pour cette raison, on peut, semble-t-il, négliger le mouvement de cette nature.

2. Nouvelles émissions comprises s'élevant à 1,4 %.

Avant la guerre, l'endettement extérieur à court terme de tous les pays fut évalué à un montant variant entre 400 et 475 millions de livres¹. En 1934, donc après une période de crise et de déflation, l'endettement international à court terme est encore de 29 à 30 milliards de francs suisses, en moyenne, selon l'évaluation de la Banque des Règlements Internationaux². L'endettement à court terme du monde avait ainsi dépassé le double de ce qu'il était avant la guerre, malgré la chute du commerce international à son niveau de 1915. En effet, les crédits commerciaux ont diminué d'une façon considérable; la circulation des effets de commerce sur la place de Londres qui s'élevait de 220 à 230 millions de livres en 1931, n'est plus que de 130 millions en 1936³; les acceptations libellées en dollars descendent d'un total de 1500 millions de dollars pour 1930 à 400 millions en 1936. L'ensemble des crédits commerciaux extérieurs de toutes les catégories qui avait été évalué à 1,1 milliard de livres en 1929, tombe à 650 millions de livres en 1934⁴. L'augmentation de l'endettement international à court terme, allant de pair avec la diminution de la circulation des crédits commerciaux, ne peut donc s'expliquer que par l'importance croissante d'autres mouvements de capitaux à court terme.

Dans cette étude, on essayera d'analyser le phénomène des capitaux migrants, c'est-à-dire cette catégorie de mouvements de capitaux à court terme, qui se distinguent par leur degré de mobilité et par les motifs de sécurité qui déterminent les décisions de leurs détenteurs.

1. Mickwitz, *Hot-Money-Abwehr*, dans « *Währung und Wirtschaft* », novembre 1937.

2. B.R.I., Rapport, mars 1935.

3. *Ibid.*, rapport, mars 1937.

4. Cf Mickwitz, *op. cit.*

Les capitaux migrants ne font guère l'objet d'une littérature propre ; il est vrai qu'ils sont mentionnés dans les ouvrages récents traitant de la monnaie, des mouvements de capitaux ainsi que du change, mais aucune théorie du moins à notre connaissance, n'a été formulée jusqu'à ce jour à leur sujet¹.

Les pages qui suivent n'aspirent nullement à créer cette théorie ; tout ce que l'on peut prétendre réaliser aujourd'hui, dans ce domaine si complexe, c'est de circonscrire le phénomène, de préparer le terrain à son analyse théorique et pratique, de rassembler les faits qui s'y rapportent, de rechercher ses causes et enfin de soumettre à un examen critique les mesures qui ont été prises pour diminuer ses effets néfastes, pour enrayer son développement ou même pour le supprimer.

A notre connaissance le terme *hot money* a été prononcé pour la première fois en public par le président Roosevelt dans un discours tenu au mois de novembre 1936. Ce terme plus qu'aucun autre nous a paru approprié pour caractériser les capitaux liquides qui affluent sur un marché, refusent de s'y incorporer à la production pour repartir au premier signal d'alarme.

1. L'article de Machlup, intitulé *La théorie de la fuite des capitaux*, dans le « *Weltwirtschaftliches Archiv* », 1932, vol. 2, p. 512, est peut-être une exception. Cet auteur pense qu'aucune « fuite de capitaux » n'est possible qu'avec le concours de la banque d'émission. Le problème de la fuite des capitaux n'est d'ailleurs qu'un des aspects, parmi d'autres, du phénomène des capitaux migrants.

CHAPITRE PREMIER

REMARQUES PRÉLIMINAIRES SUR LA NOTION DE CAPITAL

L'expression « capital » ayant des acceptions fort diverses, il est nécessaire, au préalable, de bien déterminer le sens qui lui sera donné dans le présent ouvrage.

Nul autre problème n'a soulevé, en économie politique, autant de discussions que celui du terme *capital*, troisième facteur de la production, après *la nature* et *le travail*. Selon le but que les auteurs se proposèrent dans leurs recherches, le terme *capital* fut attribué à des catégories de choses et des notions entièrement différentes. Ainsi, pour ceux qui avaient en vue l'explication du mécanisme de la production, le capital consistait dans la masse des biens instrumentaux ; pour d'autres, qui envisageaient les phénomènes du marché monétaire ou du crédit, le mot *capital* désignait la masse du pouvoir d'achat disponible, représentée par la monnaie ; pour d'autres encore, notamment pour ceux qui se sentaient poussés vers l'étude du problème de la distribution sous son aspect social et moral, le mot *capital* prenait le sens d'un pouvoir injustifié, concentré dans les mains d'une seule classe privilégiée.

Une étude critique approfondie et complète de la notion de capital sortirait du cadre de cet ouvrage. La question a d'ailleurs été traitée avec compétence dans diverses

publications et nous n'avons en somme qu'à opérer ici un choix¹.

Avant d'adopter l'une des nombreuses interprétations auxquelles la notion de capital a donné lieu, une courte revue des principales d'entre elles s'impose cependant.

L'évolution de la notion a été traitée de la façon la plus complète par Böhm-Bawerk. Dans son ouvrage devenu classique, *Kapital und Kapitalzins*², l'auteur distingue trois périodes dont chacune diffère des autres par sa manière de définir le capital.

La première période comprend l'antiquité, le moyen âge et s'étend jusqu'à l'époque d'Adam Smith ; elle considère comme capital toute somme de monnaie qui rapporte un intérêt. Les Romains appelaient *capital* : le principal d'une dette par opposition aux intérêts³. Aujourd'hui encore, le langage commun ne s'éloigne pas beaucoup de cette conception ancienne. On emploie couramment le mot capital pour désigner une somme placée en vue d'un rendement. C'est à cette interprétation, qui est à la fois consacrée par la tradition et par le langage courant, que Böhm-Bawerk ainsi que Schumpeter pensent, lorsqu'ils parlent de la « notion populaire » de capital. La controverse des canonistes prépare le terrain à l'extension de la notion de capital aux biens matériels qu'une somme prêtée permettait d'acquérir. On admettait avec Aristote, que l'argent est une chose « stérile » en soit et que, pour cela, un intérêt serait justifié uniquement par le fait que les biens qu'il

1. Fritz Machlup, *Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung*, chap. II, § 6 et son article *Begriffliches und Terminologisches zur Kapitaltheorie*, *Zeitschrift für Nationalökonomie*, 1931 ; C. Halm, *Warten und Kapitaldisposition*, « *Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik*, 1931, II ; Clark, *The distribution of Wealth*, New-York, 1924 ; Schumpeter, son article *Kapital* dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* ».

2. 4^e édit., Jena, 1921, t. I.

3. Capitale = *capitalis pars debiti*, cf. Böhm-Bawerk, *op. cit.*

permet de se procurer peuvent avoir un pouvoir productif.

Au cours de la deuxième période, qui débuta avec Adam Smith, la notion de capital subit une restriction. Sous l'influence du grand économiste anglais, elle n'embrasse plus qu'une partie des biens existants. Adam Smith souligna, en effet, le caractère social du capital, et s'opposant à une conception qu'il jugea par trop individualiste, il réserva l'expression *capital* aux seuls instruments de production. Les maisons ou les meubles par exemples, sont bien du capital pour l'individu, tandis que du point de vue de la société tout entière, seuls les biens qui servent à l'accroissement de la richesse générale peuvent être considérés comme du capital.

Mais ce ne fut qu'au cours de la troisième période que l'on arriva à établir une distinction nette entre le capital, source de revenus ou d'avantages pour l'individu et le capital, facteur de la production, considéré du point de vue social. C'est à l'école de Rodbertus et d'Ad. Wagner¹ que revient le mérite d'une claire séparation des deux notions.

D'ailleurs, le défaut de distinction entre « le capital simplement lucratif » et la masse des biens de production se trouve, selon l'opinion de Böhm-Bawerk, à l'origine des nombreuses controverses relatives à la notion de capital. Le *but* que l'on se propose en procédant à une étude économique, fait souvent dévier la notion de capital qui sert de point de départ au raisonnement. Say² et Mac Cullock³ incorporent les personnes au capital. Pour Hermann⁴ le capital est toute chose, y compris le sol, qui peut servir de source permanente à un gain et qui représente une valeur d'échange. Karl Marx entend par *capital* tous les moyens de

1. Cette école est connue sous le nom de « Kathedersozialismus ».

2. *Traité d'économie politique*, 1^{re} édit., 1803.

3. *Principles of political economy*, Edinburgh, 1825, 1^{re} édit.

4. *Staatswirtschaftliche Untersuchungen*.

production qui sont, dans la main du capitaliste, des instruments d'oppression et d'exploitation de la classe ouvrière. Jevons¹, lui, tient compte uniquement des moyens d'entretien des ouvriers ; Walras² identifie avec le capital tous les biens aptes à être employés plus d'une fois dans le processus de la production, par opposition aux biens intégralement consommables. Wicksell et Landry³ considèrent au contraire comme capital les biens consommables. A l'appui de leur thèse, ils mettent en évidence l'acte d'abstention du capitaliste épargnant. Pour Knies⁴, le capital est constitué par le stock des biens disponibles susceptibles de satisfaire à des besoins futurs ; Fisher englobe dans la notion de capital la masse de tous les biens et Böhm-Bawerk appelle « capital productif » l'ensemble des instruments et des matières appartenant à l'industrie et au commerce.

Les diverses conceptions relatives à la notion de capital que nous venons d'énumérer rapidement, si l'on fait abstraction de celle de la période ancienne que l'on est convenu d'appeler « la notion populaire », ont ceci de commun que leurs défenseurs ont plutôt envisagé le capital sous son aspect uniquement technique, c'est-à-dire à la lumière de son rôle comme facteur de la production.

Il n'y a que quelques auteurs qui ont fait intervenir la notion de capital dans le domaine de la répartition des revenus, et même leurs conclusions ont souvent affiché le caractère d'un certain parti pris. Enfin, en ce qui concerne la connaissance des phénomènes de circulation et de distribution, les notions que nous venons de passer en revue ne nous paraissent guère apporter beaucoup de lumière.

1. *Theory of political Economy*, Londres, 1879.

2. *Éléments d'Economie politique pure*, Lausanne, 1874.

3. *L'intérêt du capital*, 1904.

4. *Geld und Kredit*, 1873-79.

Le manque d'une définition du capital pouvant servir de base à l'analyse du mouvement interrégional et international des biens et des valeurs ne s'est fait sentir que très tard dans l'histoire des théories relatives au commerce international. Ceci s'explique par le fait que la théorie du commerce international était basée jusqu'à une époque toute récente d'une façon explicite ou implicite, sur la présomption classique de l'immobilité des facteurs de la production. On sait en effet, que cette idée a été défendue par Ricardo dans sa célèbre théorie des coûts comparés¹. Les principaux auteurs classiques² de la théorie du commerce international n'ont jamais mis en doute leur raisonnement de base suivant lequel l'échange entre les communautés économiques s'explique par le fait que le coût de production de certaines marchandises diffère du coût de production d'autres biens dans le pays ou à l'étranger; cette différence est la conséquence d'une plus ou moins grande rareté des facteurs de production. L'égalité du prix de ces facteurs, parmi lesquels figure le capital, ne peut pas s'établir — selon la théorie — à cause des nombreuses circonstances qui empêchent leur déplacement. Sauf pour les capitaux fonciers, l'immobilité des facteurs de la production est une hypothèse dont la preuve est difficile à établir, même pour l'époque à laquelle vivait Ricardo³.

On comprend maintenant pourquoi la nécessité, pour la doctrine, d'une revision de la notion de capital ne s'est

1. Cf. Ricardo, *Principles of Political Economy*, chap. VII et Nurkse, *Internationale Kapitalbewegungen*, Vienne, 1935, Chap. I, § 1.

2. Ce sont notamment : J.S. Mill, Cairnes et Bastable. Parmi les auteurs modernes, Taussig (*International Trade*, N.Y. 1928) peut encore être considéré comme faisant partie de l'école classique, puisqu'il part des mêmes présomptions.

3. Cf. Williams, *The Theory of International Trade Reconsidered*, « *Economic Journal* », 1929. Une autre critique de la présomption classique de l'immobilité internationale des facteurs de production est donnée par Ohlin : *La relation entre le commerce international et les mouvements internationaux du capital et du travail*, Zeitschrift für Nationalökonomie, 1931.

révélée que si tard. Partant de l'axiome de l'immobilité du capital, toute définition de ce mot, même la plus restreinte, même celle qui ne réserve ce substantif qu'à une catégorie limitée de biens servant à la production, suffisait aux besoins de l'analyse. La création d'une théorie des mouvements de capitaux, qui aurait tout de suite démontré l'insuffisance des définitions existantes, n'a pas été tentée par les auteurs classiques, parce que la possibilité d'un déplacement des biens qu'ils englobaient sous la notion de capital leur échappait.

Ainsi, on est fondé à dire que la théorie du capital faisait abstraction de l'espace¹. Deux circonstances sont responsables du traditionalisme extraordinaire que l'on découvre dans cette manière étroite d'envisager le capital comme un outillage immobile : c'est, d'une part, l'indifférence des théoriciens du capital pour les migrations de capitaux, soit entre diverses branches d'activité économique, soit sur le plan géographique, et c'est, d'autre part, le refus des théoriciens du commerce international de tenir compte d'autres mouvements que de ceux des marchandises, considérant ces derniers comme étant les seuls matériellement possibles entre les peuples, les seuls réels.

L'abandon des deux manières de voir que nous venons de mentionner facilite l'adoption de nouvelles notions mieux adaptées aux réalités de la vie économique actuelle. L'influence des fluctuations monétaires et du crédit sur le mouvement des marchandises devait amener les théoriciens du commerce international à reconsidérer leurs vues². D'autre part, la mobilité effective du capital ne peut plus guère être mise en doute, même en faisant abstraction des

1. Cf. Nurkse, *op. cit.*, p. 8, note 1.

2. Cf. Schumpeter, article *Kapital* dans le *Handwörterbuch des Staatwissenschaften*, 4^e édit., Jena, 1933, p. 583.

migrations des instruments de production proprement dits.

De plus, le « travail » et la « nature » qui constituent de la richesse en puissance sont également susceptibles de changer d'application à des intervalles relativement courts ; l'immobilité des facteurs de la production devient donc un parallogisme qui est loin de la réalité¹.

On comprend maintenant plus facilement l'évolution en apparence paradoxale de la notion de capital. Etroitement liée, d'abord, à son *aspect monétaire*, elle passe par un stade dans lequel il se confond avec certaines *catégories d'objets*, pour se rapprocher ensuite de la conception première. Avant de devenir ce que nous allons appeler avec Schumpeter « la notion moderne du capital » elle traverse d'ailleurs une phase intermédiaire où nous la voyons se rattacher encore essentiellement aux mécanisme de la production, mais tout en tenant compte déjà de la mobilité du troisième facteur de celle-ci ainsi que du mécanisme du marché des capitaux.

Menger² et après lui Cassel³ ont en effet le mérite d'attirer l'attention sur l'insuffisance des notions courantes du capital, notions qui ne distinguaient pas les biens de production d'un autre élément appelé par Cassel « *la disposition de capital* » élément que Böhm-Bawerk pourtant spécialiste de cette matière n'avait pas dénommé d'une manière précise⁴. Cassel réserve l'expression « capital réel » aux

1. La présence de nombreuses entraves, qui, à l'heure actuelle restreignent pratiquement la mobilité internationale des facteurs de la production, soit des capitaux, soit du travail, n'empêche pas qu'au point de vue théorique, cette mobilité ne peut pas être contestée. Les classiques ont certainement exagéré l'importance des facteurs psychologiques et autres qui empêcheraient leur mobilité (La langue, la religion, les difficultés de transport, l'ignorance des mœurs, et des usages étrangers, l'insécurité, réelle et imaginaire). D'ailleurs, si la mobilité de ces facteurs est aujourd'hui handicapée par des causes multiples sur le plan international, elle grandit en revanche d'autant plus sur le plan interrégional.

2. *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*, Vienne, 1871.

3. *Theoretische Sozialökonomie*, 5^e édit., Leipzig, 1932.

4. Cf. Iversen, *Aspects of the Theory of International Capital Movements*,

biens matériels qui se trouvent dans le processus de la production¹.

Ces biens étant eux-mêmes le résultat d'un acte de production, une nouvelle notion s'impose à l'esprit, celle de l'élément qui contribue, avec le travail et la nature, à la production de ces mêmes biens. Cassel appelle cet élément « capital abstrait » ou « *disposition de capital* ».

La disposition de capital est due à un acte d'abstention des consommateurs ; elle est une condition nécessaire à l'accomplissement de toute production qui demande du temps. L'acte d'abstention et la disposition de capital sont une seule et même chose, l'une est le côté négatif et l'autre le côté positif d'un phénomène identique². Sur le marché financier, les documents représentant une part de propriété de la masse des biens instrumentaux (et que Böhm-Bawerk identifie avec le capital), s'échangent contre le « capital abstrait » ou la « disposition de capital » au sens de Cassel³.

Pour l'analyse des échanges entre plusieurs marchés, la notion de Cassel rend notamment d'appréciables services. Iversen⁴ et Nurkse⁵ l'ont adoptée pour cette raison. Iversen définit le mouvement des capitaux entre pays comme étant la cession, aux habitants d'un pays, d'une partie de la *disposition de capital* offerte dans un autre pays⁶.

Si la littérature contemporaine concernant le mouvement

Londres, 1936, p. 22, n. 2 : « The widespread failure to distinguish clearly between real capital or capital goods and that new element, command over which is necessary in order to create those capital goods, is partly due to the fact that this latter concept was left nameless by Böhm-Bawerk ».

1. Cf. *op. cit.*, p. 181.

2. *Ibid.*, p. 180.

3. Cf. Machlup, *op. cit.*, p. 13.

4. *Op. cit.*

5. *Op. cit.*, p. 15.

6. Cf. *op. cit.*, p. 23.

des capitaux mérite pour une grande part le reproche de considérer les faits d'un point de vue que l'on a qualifié de métaphysique¹, et si le mouvement des fonds circulant entre les grands centres financiers n'est que rarement traité de manière judicieuse et réellement approfondie², la raison en est souvent imputable au choix de la notion de capital.

Schumpeter dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* a donné du capital une définition qui évite les inconvénients que nous venons de voir. Elle sera valable pour nous. Voici comment se résument sous cet angle les idées de Schumpeter :

La « notion moderne » du capital résulte du fait que les phénomènes de la monnaie et du crédit constituent des éléments prépondérants dans l'économie capitaliste. Les théories n'envisageant comme capital que les biens matériels n'ont pas tenu suffisamment compte de ces phénomènes. Contrairement aux définitions prenant le capital pour une « somme de valeurs représentatives de biens instrumentaux et de moyens de production », la nouvelle notion a le mérite d'être le résultat d'une observation immédiate. Elle se distingue des notions antérieures par le fait qu'elle attribue à la monnaie un rôle plus réel et plus positif que celui de fournir un étalon pour mesurer la

1. Paul Einzig, *Foreign Balances*, Londres, 1938, p. VI, en parlant de la littérature relative à la question des fonds étrangers, constate : « Elle (la littérature) peut être classée en deux catégories : 1° discussions métaphysiques de quelques-uns des plus larges aspects de la question des fonds étrangers ; 2° traités pratiques de comptabilité et d'autres problèmes techniques y afférents. Il y a peu de chose entre les deux extrêmes ; et, pourtant, il existe une assez grande marge pour l'étude des fonds étrangers, non seulement du point de vue des comptables, des agents de change et des économistes métaphysiques, mais d'un point de vue intermédiaire de nature technique et théorique ».

2. Cf. Nurkse, *op. cit.*, p. 231 : « Puisque ce livre traite uniquement des mouvements dans l'espace du capital, considéré comme facteur de production, nous sommes obligés de renoncer à traiter d'une manière plus approfondie les transactions financières internationales. (Mis en italiques par nous).

valeur des instruments de production. La nouvelle notion voit le capital aussi dans la monnaie elle-même, c'est-à-dire dans son pouvoir d'achat... *La nouvelle notion de capital ne comprend d'ailleurs pas seulement la monnaie réelle au sens le plus large du terme et pour autant qu'elle ne soit pas utilisée à l'échange des biens de consommation, mais également toutes les formes de pouvoir d'achat créées par le crédit.* C'est cette acception du terme *capital* que nous envisageons lorsque nous parlons de migrations de capitaux.

CHAPITRE II

L'ASPECT THÉORIQUE DE L'ANALYSE DES CAPITAUX MIGRATEURS

La notion de capital une fois précisée, la définition d'un *mouvement international de capital* peut être aisément formulée. Nous considérerons comme tel, *tout changement de possession de pouvoir d'achat* entre individus ou personnes morales, *ressortissants de pays différents*. Un pareil mouvement n'implique donc pas nécessairement un transfert matériel de fonds entre pays. Les mouvements de capitaux peuvent se faire sous des formes multiples. Afin de pouvoir établir les faits et les causes concernant le phénomène des capitaux migrants, il nous faudra isoler cette catégorie de capitaux de l'ensemble des mouvements de capitaux, en quoi nous nous heurterons — disons-le tout de suite — à bien des difficultés, non seulement sur le plan théorique, mais encore sur le plan pratique.

En utilisant les classifications habituelles des mouvements de capitaux, auxquelles s'ajouteront d'autres distinctions qui semblent être également utiles au but que nous poursuivons, nous essayerons de définir le critérium des capitaux migrants. Des considérations sur le mécanisme du transfert desdits capitaux ainsi que sur les conséquences de ces mouvements prépareront le terrain à l'analyse pratique.

Section I

Les diverses catégories de mouvements de capitaux

§ 1. *Classification d'après la durée du placement.*

Une des classifications les plus fréquentes est celle qui distingue les mouvements de capitaux à long terme et les capitaux à court terme. Mais il est à remarquer immédiatement que cette classification, là où elle est adoptée, est basée en fait davantage sur la nature des instruments de placement et de crédit employés que sur la durée effective de l'opération.

Par exemple, sont réputés être des mouvements de capitaux internationaux à long terme, les fonds investis directement dans les entreprises industrielles, commerciales, bancaires ou de transport situées à l'étranger. Rentrent dans la même catégorie :

a) les crédits à longue échéance accordés à des emprunteurs à l'étranger mais qui ne sont pas représentés par des titres ;

b) l'acquisition à l'étranger de titres, d'actions, d'obligations émis par des organismes publics ou des sociétés privées situés également à l'étranger.

Sont en revanche censés représenter des mouvements de capitaux à court terme¹ :

Le réescompte des portefeuilles étrangers, les créances en compte courant contre des débiteurs étrangers, les sommes déposées à l'étranger en vue de l'acquisition de valeurs étrangères, les opérations de report, d'escompte, de titres, d'avances sur nantissements de titres et généralement tous

- 1. Cf. Moretti, *La circulation des capitaux*, « *Revue économique internationale* », 1928.

les crédits à courte échéance accordés à l'étranger, du fait des transactions commerciales.

Selon un point de vue plus nettement basé sur le critère de la durée, on a recommandé de considérer tout crédit accordé pour une période de plus d'un an comme une opération à long terme et tous les crédits qui arrivent à échéance dans l'année, à partir de la date à laquelle on se place, comme constituant un mouvement à court terme¹.

Du point de vue théorique, cette seconde classification est évidemment supérieure à celle qui se base sur l'instrument de placement ou de crédit. On peut même dire que celle qui repose sur les divergences relatives aux instruments de placement et de crédit est insoutenable. L'investissement de capitaux dans des titres sur un centre financier étranger en temps d'insécurité ou pendant une vague de spéculation ne peut être considéré comme un mouvement de capitaux à long terme.

D'autre part, nous devons envisager la constitution d'une réserve de devises sur une place étrangère par une banque centrale sous le régime du Gold Exchange Standard et le transfert d'une telle réserve d'un centre financier à un autre comme un mouvement de capital à long terme².

Le seul critère sur lequel on devrait se baser en définitive, lorsqu'on fait une distinction entre mouvement de capital à long terme et mouvement à court terme, c'est l'*intention* du propriétaire du capital³. Considéré sous cet angle, le placement de 1,7 milliards de dollars de capitaux étrangers en titres américains entre 1935 et 1937, constitue un mouve-

1. Cf. Société des Nations, *Mémorandum sur les balances des paiements*, 1927-1929, p. 14 et *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1937.

2. Cf. Kindleberger, *International Short-term Capital Movements*, New-York, 1937, p. 3, 4.

3. Cf. Iversen, *op. cit.*, p. 29 ; Nurkse, *op. cit.*, p. 219 ; Kindleberger, *op. cit.*, p. 4 ; White, *The French International Accounts, 1880-1913*, Cambridge (Mass.) 1933, p. 6.

ment de capital à court terme, puisqu'une crise analogue à celle de 1929 ou un retour subit de confiance dans les affaires européennes pourrait causer un renversement instantané de ce mouvement.

La recherche de l'intention de l'exportateur de capitaux est d'ailleurs facilitée par la distinction que l'on peut faire entre capitaux appartenant à des organismes de caractère officiel, tels que Banques Centrales, Fonds d'Egalisation du change et Trésors publics, avoirs de banques privées étrangères et enfin capitaux de particuliers ou de sociétés non bancaires.

§ 2. *Classification d'après la régularité des mouvements de capitaux.*

Une autre classification importante est celle qui tient compte de la *régularité* des mouvements de capitaux. Parmi les mouvements périodiques, qu'il y a lieu de séparer des mouvements non périodiques ou irréguliers, il convient de distinguer les mouvements cycliques, les mouvements saisonniers et d'autres mouvements réguliers.

1. — Les grandes fluctuations *cycliques* de prospérité et de dépression semblent être accompagnées de mouvements de capitaux d'un rythme similaire ; c'est-à-dire : « durant la prospérité, les pays créditeurs prêtent davantage, notamment aux pays neufs qui ne peuvent mettre en valeur leurs richesses au moyen de leurs propres capitaux. Ces prêts se ralentissent durant la dépression »¹. Hawtrey voit dans la corrélation qui existe entre la tendance du cycle économique et le mouvement des emprunts extérieurs

1. Cf. Aftalion, *Les variations cycliques irrégulières dans les relations internationales*, « *Revue d'Economie Politique* », mars 1933, p. 228.

l'effet d'une expansion ou d'une contraction des crédits¹. Il constate que le volume des emprunts antérieurs grandit en général simultanément pour tous les pays emprunteurs en période d'expansion de crédit. Quelques cas d'emprunts extérieurs conclus en période de contraction générale du crédit et qui pourraient peut être faire douter de la corrélation que Hawtrey signale, ne sont d'ailleurs pas inconnus à cet auteur : Mais il en montre le caractère exceptionnel : « On observe encore dit-il, en effet, des mouvements fortuits de capitaux qui peuvent être dus soit à des besoins de l'Etat couverts par d'importants emprunts extérieurs, soit à de nouvelles sources de production que l'on vient de mettre à jour et qui provoquent un afflux soudain de capital étranger en vue de leur exploitation. Il peut donc arriver que les emprunts extérieurs d'une nation donnée passent par un maximum quand ceux des autres pays sont au plus bas. Ces emprunts exceptionnels sont vraisemblablement passagers et il n'y a pas de raison pour qu'ils coïncident avec les fluctuations générales du crédit »².

2. Les mouvements *saisonniers* de capitaux ont été l'élément le plus important des transactions financières internationales avant la guerre de 1914. Les échanges entre pays agricoles, d'une part, et pays industriels, d'autre part, se faisaient avec une grande régularité. En automne, au moment de la vente des récoltes, le change était favorable aux pays agricoles. Des mouvements d'or pouvaient alors se produire, mais, pour éviter cet expédient coûteux, des opérations de prêts intervenaient. Au printemps et en été, le pays agricole empruntait au pays industriel qui était presque toujours financièrement le plus fort. L'échéance

1. Hawtrey, *La circulation monétaire et le crédit*, trad. Gaussel et Rist, Paris, 1935, p. 160.

2. *Ibid.*, p. 162.

de ces emprunts correspondait à l'époque de la vente des produits agricoles. Ainsi, le pays industriel finançait la production du pays agricole durant l'intervalle précédent la récolte¹. Les mouvements saisonniers, dépendant intimement du mouvement des marchandises, ne provoquent pas d'eux-mêmes des perturbations sur le marché monétaire, leur liquidation étant assurée automatiquement. Cependant, lorsqu'ils s'ajoutent à d'autres facteurs ils peuvent amplifier ou déclencher une crise².

3. Il y a encore d'autres catégories de mouvements à mentionner qui, sans être d'ordre cyclique ou saisonnier, se font cependant avec une certaine régularité ; ce sont notamment les envois des émigrants à leur pays d'origine et les paiements extérieurs résultant du tourisme³.

Les envois d'économies réalisées par des ouvriers étrangers dans leur pays d'origine ne peuvent pas, semble-t-il, en raison même de leur dispersion, causer des mouvements massifs de fonds. Les pays qui sont capables d'attirer de la main-d'œuvre étrangère en grande quantité jouissent en général d'une forte position financière à l'égard de l'extérieur. Le transfert de pouvoir d'achat se trouve donc considérablement facilité par l'existence des soldes actifs de la balance des comptes.

1. Hawtrey en relevant ce phénomène (*op. cit.*, p. 167) décrit notamment le mécanisme du crédit saisonnier anglo-américain d'avant guerre.

2. Cf. Malpas (*Les mouvements internationaux des capitaux*, Paris, 1934, p. 493) cite l'exemple d'un mouvement saisonnier qui aurait, d'après lui, contribué à déclencher la crise de 1931 : « Les banques françaises rapatrient leurs capitaux en automne, à cause des paiements auxquels elles ont à faire face. C'est ce qui explique la faiblesse de la livre durant cette saison ; c'est ce qui explique aussi que la crise de la monnaie anglaise, crise latente depuis longtemps, se soit déclenchée à l'automne de 1931 ; d'abord, il est vrai, à cause de la crise allemande, mais aussi par suite de retraits de fonds auxquels avaient procédé, comme chaque année d'ailleurs, nos grands établissements de crédit... »

3. Le tourisme crée pour certains pays des mouvements nettement saisonniers, mais considérés pour un ensemble de pays différents, ces mouvements accusent plutôt une tendance régulière et continue.

Pour les mêmes raisons, il n'est guère concevable que le *tourisme* puisse provoquer des transferts considérables de capitaux ou même créer d'importantes disponibilités non utilisées. Le tourisme constitue d'ailleurs souvent aujourd'hui un véritable correctif de la balance des paiements, en ce sens, que des avantages spéciaux sont accordés aux touristes dans certains pays à balance défavorable. Il est à souligner que, dans ce cas, le mouvement de capital résultant du tourisme, perd sa qualité de régularité. Quoiqu'il en soit, ces mouvements ne méritent pas un intérêt particulier pour notre étude par le fait que les sommes engagées dans le tourisme sont dépensées presque immédiatement dans la consommation.

Remarquons pour finir, que les mouvements *non périodiques* et *irréguliers* forment aujourd'hui la plus grande partie des mouvements de capitaux.

§ 3. *Classification des mouvements de capitaux à court terme d'après leur fonction.*

La presse financière et, en général, la littérature de vulgarisation, en parlant des mouvements de capitaux à court terme, emploient de préférence certains qualificatifs, tels que mouvements « spéculatifs » ou mouvements « anormaux » sans dire exactement dans quel sens il faut entendre ces expressions. La raison de ce manque de précision gît dans le fait que le point de vue auquel on se place pour juger des mouvements de capitaux à court terme, n'est pas toujours clairement spécifié ni même perçu. Pour éviter toute confusion, nous proposons de distinguer nettement deux points de vue : d'une part, celui de la communauté économique, en général la nation, et d'autre part, le point de vue individuel, celui du particulier ou de l'entreprise, donc du sujet économique.

1. Le rôle des mouvements de capitaux considéré dans le cadre de *l'économie générale* ou nationale se trouve d'habitude traité à propos et en fonction du problème de la Balance des paiements¹. Sans vouloir entrer dans les questions complexes que soulève ce problème, nous esquisserons en quelques traits les relations des diverses catégories de mouvements de capitaux à court terme avec les autres rubriques de la Balance des comptes².

Selon que les mouvements de capitaux à court terme résultent des changements intervenant dans d'autres rubriques de la Balance des comptes ou selon qu'ils se produisent indépendamment de ceux-là, on doit distinguer entre mouvements dépendants ou induits et mouvements indépendants ou autonomes³.

Dans l'ordre du degré de dépendance, la catégorie des crédits commerciaux peut être considérée comme la moins « autonome ».

a) Les *crédits commerciaux* sont en général accordés par les pays exportateurs aux pays importateurs. Par le fait que les pays riches, créanciers pour des sommes prêtées à long terme, qui sont aussi en général des pays exportateurs de produits industriels, peuvent — et doivent en général — accorder de plus grandes facilités de paiements à leurs

1, 2. Cf. Aftalion, *L'équilibre dans les relations économiques internationales*, Paris, 1937, p. 6, donne cette définition de la Balance des comptes : « La balance des comptes d'une année donnée, c'est la balance des créances et des dettes nées des échanges de marchandises et services avec l'étranger durant l'année considérée, auxquelles s'ajoutent les créances et les dettes nées de faits antérieurs, mais au règlement desquelles on doit normalement s'attendre dans ladite année » ; p. 8 : « La balance des paiements c'est la balance de tout ce qui donne lieu à règlement entre un pays et l'étranger. Elle comprend d'abord tout ce qui entre dans la balance des comptes ou, simplement, le solde créateur ou débiteur de cette balance. Et elle comprend en outre tous les mouvements de capitaux et d'or qui n'entrent pas dans la balance des comptes, en particulier, tous les mouvements de capitaux et d'or que nécessite l'existence d'un solde créateur ou débiteur de la balance des comptes, tous les placements nouveaux. Normalement... la balance des paiements se présente en équilibre ».

3. Cf. Nurkse, *op. cit.*, p. 225 et suiv.

clients que celles qu'ils obtiennent eux-mêmes de ces derniers pour leurs importations, un courant de prêts à court terme accompagne une partie considérable des mouvements de marchandises. Il se formait ainsi un solde permanent de crédits commerciaux qui était généralement observé sur les grands marchés financiers, avant l'introduction des accords de clearing qui, eux, tendent à faire disparaître « la pointe », ainsi que l'on nomme généralement le solde financier qui résulte des échanges commerciaux entre deux groupes de pays.

b) Une autre catégorie de mouvements de capitaux à court terme qui dépend étroitement d'une opération d'ordre différent, résulte des *emprunts extérieurs*. Le pays emprunteur à long terme *dépose* en général le produit de ses émissions pendant un certain temps encore dans le pays prêteur, soit pour attendre de meilleures conditions de transfert, soit pour utiliser les sommes empruntées pour des achats dans ledit pays prêteur. Le fait que les grands pays créanciers à long terme, tels que l'Angleterre et les Etats-Unis, sont débiteurs à court terme, s'explique en partie par la présence de ces mouvements.

c) Parmi les mouvements moins dépendants, déjà voisins des mouvements autonomes, Nurkse¹ range deux catégories qui semblent, à notre avis, enlever à la ligne de démarcation entre les mouvements induits, d'une part, et les mouvements autonomes, d'autre part, son caractère de séparation rigoureuse. Ces deux catégories de mouvements de capitaux sont ceux qui découlent des variations des cours du change et ceux dont l'origine réside dans les manifestations du taux d'escompte.

Les *variations des cours du change* à l'intérieur des points

1. *Ibid.*, p. 227.

d'or, conséquence des fluctuations de la balance des paiements, donnent lieu, en effet, à des mouvements de capitaux à court terme, grâce aux possibilités de gain offertes aux spéculateurs. Encore moins « induits » sont les mouvements de fonds qui ont leur origine dans les manipulations du *taux d'escompte* par les banques centrales.

Nurkse incorpore d'ailleurs dans le groupe des mouvements « autonomes » tous les mouvements qui dépendent de considérations « non économiques ». En adoptant ce critère, on serait obligé de ranger les mouvements de capitaux déterminés par les variations du change tantôt dans les mouvements « autonomes », tantôt dans les mouvements « dépendants ». La difficulté d'une telle classification est particulièrement apparente lorsqu'on envisage des cas pratiques. Y a-t-il mouvement autonome, c'est-à-dire non déterminé par un autre phénomène économique, lorsque le cours du change s'effondre à cause d'un budget public en déséquilibre ? Assurément non. Et pourtant, la cause première du phénomène est essentiellement d'ordre politique. Au fond, la distinction faite par Nurkse entre les facteurs économiques et ceux qui ne le sont pas repose sur un fondement plus apparent que réel, car en somme dès que le capital réagit, tout facteur devient économique.

Retenons de ce débat que les crédits commerciaux et la formation des avoirs à court terme lors de la conclusion d'un emprunt extérieur, sont des mouvements de capitaux *nettement dépendants*. En revanche, pour rester dans la clarté autant que possible, considérons tous les autres mouvements comme indépendants de l'évolution des autres rubriques de la balance des comptes. Ce qu'il faut entendre par « indépendant » dans le cas particulier apparaîtra encore mieux dans la suite de notre exposé.

2. L'étude de la fonction des mouvements de capitaux à court terme dans *l'économie individuelle* nous amène à faire intervenir une distinction fondamentale qui n'a pas jusqu'ici été mise suffisamment en évidence en ce qui concerne les capitaux migrants¹.

Pour l'individu ou pour l'entreprise, un mouvement de capital peut avoir deux significations. D'une part, un tel mouvement peut remplir le rôle de placement ; dans ce cas, on cherchera à diriger le capital vers le lieu du plus grand rendement ; le capital suivra le taux d'intérêt le plus élevé et quittera la place où le taux est bas. D'autre part, le mouvement peut avoir pour but d'assurer au capitaliste la disposition d'un capital liquide ; ce capital sera considéré comme une encaisse et ses déplacements dépendront d'une question de disponibilité, de liquidité et de sécurité.

La distinction que nous envisageons ici correspond d'ailleurs assez exactement à celle entre capital circulant et capital fixe couramment faite dans le domaine de l'économie d'entreprise. Vu sa grande utilité pour la recherche des causes des mouvements migrants, nous la traiterons en détail dans un prochain chapitre.

§ 4. *Classification des capitaux d'après leur mobilité.*

Le degré de disponibilité et de liquidité d'un capital donné dépendent d'un facteur objectif : la mobilité du capital, et d'un facteur subjectif : la fin à laquelle l'individu veut utiliser les fonds et la forme sous laquelle il entend les conserver.

Le facteur objectif.

Par *mobilité du capital*, il faut entendre la faculté, pour un capital, de passer d'une industrie à l'autre ou d'être

1. Nurkse fait exception, il opère une distinction entre placement et réserve de caisse sans cependant la développer. Cf., *op. cit.*, p. 230.

déplacé d'un point géographique à un autre. Plus une machine peut être affectée à des fabrications diverses, plus le capital qu'elle incorpore peut être considéré comme « mobile ». La mobilité est ici fonction du nombre des usages possibles d'un instrument de travail ou d'une matière première. Un arrêt dans une branche immobilise d'autant moins une machine que celle-ci peut être employée à d'autres productions. Le développement de la technique entraîne une augmentation de cette mobilité. Longtemps négligé, ce phénomène jouit aujourd'hui d'une attention croissante. Il va de soi, d'autre part, que la facilité de transport des instruments de la production augmente la mobilité du capital qui s'y trouve incorporé.

La mobilité des capitaux dépend aussi de la durée de la vie des matières premières, des biens instrumentaux et des biens de consommation quasi-durables (meubles, vêtements, automobiles privées etc...) dans lesquelles ils se trouvent investis. Il est évident que l'industrialisation du monde allant de pair avec l'augmentation de la production et de la consommation des produits, la période de vie des biens tend à diminuer. Seltzer calcule pour les Etats-Unis une durée de vie moyenne de deux ans et demi à trois ans pour les biens de consommation quasi-durables.

Cela signifie que tous les trois ans le capital incorporé dans ces biens sera libéré et disponible pour un emploi nouveau. Pour les matières premières et les biens instrumentaux, cette libération est assurée dans une grande mesure par les provisions créées dans ce but par les entreprises. Les fonds d'amortissement et les fonds de réserve forment en effet la source la plus importante des capitaux liquides. Seltzer¹ évalue les sommes retenues de cette

1. Cf. Seltzer, *The mobility of capital*, « *Quarterly Journal of Economics* » 1932.

manière sur le revenu total des sociétés américaines en 1928 à 4,1 milliards de dollars, ce qui soit dit à titre de comparaison, représente deux tiers du total des émissions nouvelles d'actions¹.

En outre, la mobilité des capitaux dépend du degré de spécialisation des instruments et des biens de production. La majeure partie du capital social existant aujourd'hui est investie dans des biens « d'ordre général », c'est-à-dire dans des exploitations de base comme celle du charbon, du fer ou du bois qui ont un vaste champ d'applications alternatives. Toute nouvelle industrie doit nécessairement se servir de ces produits, ainsi que des services des entreprises de transport, chemin de fer et lignes de navigation, usines électriques qui à leur tour, forment une autre part considérable du capital social. Les capitaux placés dans des biens d'ordre général doivent être considérés comme particulièrement mobiles, car ils s'adaptent facilement à tout changement résultant du développement d'une branche de la production. Les progrès extraordinaires de l'industrie de l'automobile aux Etats-Unis, qui est devenue en vingt ans l'organisme économique le plus puissant du pays sans avoir recouru jusqu'à ces toutes dernières années au marché financier, est un exemple frappant. L'existence d'industries de base fortement dotées de capitaux dispense souvent les nouvelles industries de recourir dans une large mesure au concours de l'épargne.

Il va sans dire que la « non spécialisation » des industries de base facilite plutôt la mobilité du capital entre industries que la mobilité géographique. Cette dernière se trouve en revanche favorisée par l'émission de valeurs mobilières internationales qui accompagne fréquemment le développement de ces industries.

1. *Ibid.*, p. 497.

L'ordre de classification des mouvements de capitaux d'après le degré de mobilité de ceux-ci, apparaît ainsi aisément. Partant des capitaux investis dans des industries hautement spécialisées et dans des biens de longue durée, la mobilité augmente avec la « généralisation » des industries envisagées et la diminution progressive de la durée de vie des biens de production ou de certains biens d'usage privé dits « quasi-durables ». Enfin cette classification a attiré notre attention sur une source importante de capitaux liquides : les amortissements pratiqués par les entreprises et les réserves constituées par elles, en vue de leur auto-financement.

§ 5. *Classification des mouvements de capitaux à court terme d'après les motifs qui se trouvent à leur origine.*

Le facteur subjectif.

Selon le *motif* qui prédomine dans l'esprit de l'exportateur de capitaux, les mouvements de capitaux à court terme peuvent être divisés en : mouvements commerciaux, mouvements égalisateurs, mouvements basés sur des considérations de revenu, mouvements spéculatifs et mouvements de sécurité¹.

a) Les *mouvements commerciaux* comprennent les crédits commerciaux, ainsi que d'autres mouvements de capitaux à court terme, comme par exemple, la création d'une encaisse auprès d'une succursale étrangère, qui ont pour seul but d'assurer aux négociants ou aux producteurs l'écoulement de leurs marchandises à l'étranger.

1. Kindleberger, *op. cit.*, p. 7 recommande une classification de caractère mixte qui s'opère d'après les motifs et qui tient compte en même temps de la terminologie habituellement employée. L'auteur la juge lui-même comme n'étant pas entièrement satisfaisante. Il distingue entre mouvements de capitaux équilibrants, mouvements spéculatifs, mouvements de revenus, mouvements autonomes.

Les sommes provenant d'un emprunt extérieur qui sont déposées à l'étrangers, en vue de l'acquisition ultérieure de marchandises, doivent aussi être incluses dans ce groupe.

b) Les *mouvements égalisateurs* sont des mouvements qui se font grâce à l'initiative d'organismes officiels, (banques centrales, fonds d'égalisation ou de stabilisation des changes, et autres institutions publiques), pour assurer l'équilibre dans les relations économiques internationales. Cette catégorie de mouvements comprend notamment les transactions faisant partie de l'activité des fonds d'égalisation des changes et les mouvements qui résultent des variations du taux d'escompte ou d'une politique de l'or pratiquée par un gouvernement.

c) Les *mouvements basés sur des considérations de revenu* s'effectuent comme l'indique leur nom, pour procurer au détenteur du capital un revenu plus élevé que celui qu'il pourrait avoir sur le marché national. Les prêts au jour le jour accordés aux « brokers » étrangers, les opérations professionnelles d'arbitrage sur titres, l'achat et la vente de lettres de change et de dépôts étrangers, couverts par une opération à terme, font partie de cette catégorie. Les personnes qui exécutent ces transactions sont en général des agents de change ou d'autres spécialistes, et les capitaux engagés dans ce genre d'opérations accusent un volume relativement stable, en temps ordinaire.

d) Les *mouvements spéculatifs* sont des opérations sur devises ou sur valeurs mobilières internationales et qui ne sont pas couvertes par des opérations à terme. Le spéculateur est prêt à courir un risque exceptionnel en cherchant à réaliser un gain de même nature.

e) Les *mouvements de sécurité* forment actuellement la plus grande partie des mouvements de capitaux à court terme. Ces mouvements trouvent leur origine dans le désir

du capitaliste de garder intact le principal de son capital. Son but est plutôt de ne pas risquer une perte que de réaliser un gain. Ce groupe correspond assez exactement aux mouvements que l'on désigne souvent par les termes de « fuite de capitaux ». La sécurité fiscale économique et politique est le résultat poursuivi par l'individu. Une des caractéristiques propres à ce genre de mouvements est que le capital est chassé du pays d'origine plutôt qu'attiré par le pays destinataire.

Les circonstances qui peuvent réveiller l'instinct de préservation du capitaliste sont très variées ; en voici les principales : crainte d'un renversement politique, d'une guerre, méfiance à l'égard du gouvernement, perspective ou existence d'une pression fiscale, peur d'une dévaluation, crainte de l'introduction du contrôle des changes, méfiance à l'égard de la banque nationale, budget déséquilibré, krach boursier.

L'accumulation des fonds sur un marché, lorsqu'elle résulte de mouvements de capitaux de la catégorie ci-dessus, s'appelle dans le jargon boursier si expressif, en usage dans les pays anglo-saxon, de la « mauvaise monnaie » (bad money) ou de la monnaie craintive (funk money).

Le terme « hot money »¹ est un néologisme dont la signification est plus large. Il sert à désigner notamment aussi les mouvements basés sur des considérations de revenu et les mouvements spéculatifs, dans le cas où ceux-ci se présentent à la même occasion et sur la même place que les mouvements de sécurité.

1. Einzig, *Foreign Balances*, Londres, 1938, p. 81, suggère l'emploi de la notion physique de température pour caractériser les mouvements de capitaux à court terme. On établirait dans ce cas une échelle des divers mouvements, partant de la monnaie « brûlante » pour descendre par différents degrés de température aux crédits « gelés ».

Section II

Le critérium des capitaux migrants.

§ 6. Définition des capitaux migrants.

Une définition est tout particulièrement difficile à établir dans un domaine où les phénomènes présentent un tableau si varié et si peu ordonné. Nous tenterons néanmoins d'en donner une tout en ne dissimulant pas que la formule proposée ne saurait avoir une validité absolue.

En nous basant sur les considérations émises dans la section I du présent chapitre, nous proposons de considérer comme capitaux migrants, *les capitaux à court terme, sujets à des mouvements de nature irrégulière, mouvements qui ne remplissent aucune fonction utile dans l'économie générale, mais qui s'effectuent par contre dans l'intérêt de l'économie individuelle à laquelle ils doivent assurer la disponibilité et la liquidité du capital circulant. Ce sont des capitaux qui jouissent d'un très haut degré de mobilité et qui doivent leurs mouvements à des décisions prises de propos délibéré par le capitaliste : soit pour accroître son revenu, soit pour conserver son capital, soit enfin en vue de réaliser une spéculation.*

§ 7. Le transfert de capital dans les mouvements de sécurité et ses conséquences.

Une sortie de capitaux dans un but de sécurité n'est possible que s'il existe sur un marché un certain volume de capitaux liquides. L'origine et le développement de cette masse de pouvoir d'achat inemployé, seront étudiées dans le quatrième chapitre de cet ouvrage. Pour l'instant, nous

ne parlerons que de l'aspect technique du transfert des disponibilités¹.

Plusieurs voies s'ouvrent aux détenteurs de capitaux liquides pour exporter leurs fonds :

a) Les capitalistes peuvent expédier de la monnaie nationale à l'étranger et la transformer en monnaie étrangère ;

b) Les capitalistes peuvent convertir leurs avoirs, conservés sous forme de monnaie nationale, en devises ou en or, soit sur le marché des changes, soit auprès de la banque d'émission ;

c) Les capitalistes peuvent expédier des marchandises à l'étranger et utiliser le produit de la vente de ces marchandises sur la place étrangère ;

d) Les capitalistes peuvent acquérir des valeurs mobilières étrangères ou d'autres avoirs étrangers qui se trouvent déjà en possession de nationaux.

Les avoirs étrangers acquis suivant les procédés signalés ci-dessus sous les lettres a, b et c, peuvent être placés à l'étranger — soit sur le marché monétaire, soit dans une entreprise — ; ils peuvent aussi être thésaurisés².

La dernière possibilité est celle qui est le plus fréquemment utilisée dans le cas d'une fuite des capitaux³.

Quant à leurs conséquences sur la monnaie nationale, les

1. Le problème des réparations et des indemnités de guerre, sous ces deux aspects : la réunion des fonds dans le pays débiteur et le transfert de ces fonds au pays créancier, a donné lieu à de nombreuses discussions. Au début, on donnait plus d'importance à la question du transfert, tandis qu'à partir de 1929, les auteurs s'attachent davantage à l'analyse du problème de la réunion des fonds. Cf. Iversen, *op. cit.*, p. 258 et Machlup, *La théorie de la fuite des capitaux*, « *Weltwirtschaftliches Archiv* », 1932.

2. Le mot *thésaurisation* est employé par nous dans son sens le plus large, celui que lui a donné la doctrine anglaise (Pigou, Robertson et Keynes). Cette notion englobe en plus des métaux précieux, des monnaies et des billets gardés en lieu sûr, les dépôts en banque à vue et à court terme qui ne servent pas aux besoins des affaires courantes. Cf. Chap. IV, § 3 ci-dessous.

3. Machlup, *op. cit.*, p. 518, considère à tort la thésaurisation des capitaux transférés de cette manière, comme une exception à la règle.

transferts de capitaux dans les mouvements de sécurité offrent des aspects variables. Les conséquences extrêmes d'une fuite de capitaux pour le pays d'origine sont trop connues pour qu'il soit nécessaire d'y insister. Ce sont notamment la suspension des paiements, les crédits gelés, le moratoire, la dépréciation de la monnaie et la dévaluation. Tous les mouvements de sécurité n'ont pas des conséquences aussi graves. On doit distinguer sous cet angle, le transfert à l'aide de mouvements compensateurs et le transfert par la diminution de la réserve d'or et du stock des devises du pays¹.

A. — *Le transfert de capital à l'aide de mouvements compensatoires.*

D'après une opinion assez répandue, un transfert de capital qui se fait par le moyen d'un mouvement en sens opposé, ne représenterait pas un véritable mouvement de capital. Ainsi, par exemple, Machlup² refuse de considérer comme une fuite de capital l'acquisition de valeurs étrangères par le capitaliste indigène dans son propre pays en vue de la revente de ces valeurs à l'étranger. Nous estimons cependant qu'il n'est pas juste de dénier à cette sorte de transaction, tout intérêt pour la monnaie nationale. En réalité, il s'agit ici de la transformation d'un engagement à long terme (de l'étranger) en une créance sur l'étranger, susceptible d'une dénonciation immédiate de la part du capitaliste indigène.

Un autre cas ne comportant aucun solde et qui n'en contient pas moins un germe de perturbations futures, c'est l'achat sur le marché intérieur d'un titre national coté à l'étranger et suivi de l'envoi de ce titre, en vue de sa vente

1. Cf. Kindleberger, *op. cit.*, p. 160.

2. Cf. *op. cit.*, p. 520.

sur une place extérieure. Cette opération signifie qu'une créance à vue est acquise contre l'étranger en échange d'un engagement à long terme pris envers l'étranger, soit précisément l'engagement inhérent au titre national détenu par le porteur étranger¹.

Après l'expérience allemande qui précède 1930, il n'y a plus aucun doute que l'échange d'une créance sur l'étranger contre une autre créance également sur l'étranger, mais de nature différente est de la plus grande importance. On a financé les paiements de l'Allemagne au titre des réparations par des crédits à long terme au début, par des crédits commerciaux à terme moyen dans la suite et par la constitution de dépôts à vue auprès des banques allemandes jusqu'au moment où les retraits de ceux-ci causèrent l'effondrement du système bancaire du pays débiteur².

Le transfert des capitaux dans les mouvements de sécurité ou autrement dit dans la fuite des capitaux peut donc avoir lieu, jusqu'à un certain point, sans qu'il y ait un solde pour l'économie considérée dans son ensemble; ceci est possible grâce aux mouvements qui se produisent dans le sens opposé. Le degré variable de danger pour la stabilité monétaire, que comporte telle ou telle méthode de transfert, se comprend mieux à l'aide d'un exemple.

Une compagnie australienne de services publics doit rembourser un emprunt qu'elle avait émis sur la place de Londres. Les diverses possibilités qui s'offriront à la société pour remplir ses engagements, commencent par les plus inoffensives pour finir par celles qui pourraient contribuer à ébranler la position monétaire du pays³ :

1. Machlup, *op. cit.*, p. 523, juge néanmoins cette éventualité comme étant sans importance pour l'économie nationale.

2. Cf. Fanno, *I trasferimenti anormali dei capitali e le crisi*, Turin, 1935, p. 43.

3. Kindleberger, *op. cit.*, p. 158, assimile le remboursement d'un emprunt étranger aux mouvements dits « anormaux », parce que cette opération

a) La société peut émettre un emprunt de conversion à de bonnes conditions, soit sur la place de Londres, soit à New-York ;

b) La société ne jouissant plus d'une très bonne réputation dans les centres étrangers, doit s'adresser aux épargnants australiens. Elle peut se procurer du change sur Londres pour un moment suffisant correspondant à ses engagements, grâce à l'afflux de prêts étrangers destinés à d'autres emprunteurs du pays ;

c) Toujours en empruntant sur le marché local, la société peut utiliser les sommes reçues de cette manière à l'acquisition de titres étrangers à Melbourne, qu'elle vendra ensuite à Londres ou à New-York pour se procurer le change nécessaire à ses opérations de remboursement.

d) Le même procédé peut être utilisé à l'aide d'obligations du gouvernement australien, sauf si ces titres ne sont pas cotés à l'étranger ;

e) La société peut encore recourir à l'épargne nationale, quoique à un taux élevé ; les prêts étrangers à long terme se font par contre rares. La hausse du taux de l'intérêt qui s'ensuivra attirera les fonds étrangers à court terme. La société peut se procurer le change qui lui est fourni par les mouvements basés sur des considérations de revenu ou par les mouvements spéculatifs venant de l'étranger.

f) La société est obligée de s'adresser à la Banque Centrale pour les devises dont elle a besoin. La Banque de son côté se procure du change par l'émission de bons à terme moyen ou à court terme sur la place de Londres ;

g) A défaut de ce moyen, la Banque Centrale est obligée

implique le transfert obligatoire d'un pouvoir d'achat qui ne se ferait pas de plein gré tel celui d'un pays à taux d'intérêt bas à un pays à taux d'intérêt plus élevé, et parce que cette opération ne forme pas la contrepartie d'un mouvement de marchandises. Nous citons l'exemple donné par M. Kindleberger parce qu'il confirme notre thèse que tout changement d'affectation du capital est de la plus grande importance. Cf. *op. cit.*, p. 162.

de diminuer sa réserve consistant en traites sur Londres pour assurer le remboursement de l'émission.

Dans le cas d'une fuite de capitaux, nous n'avons qu'à mettre à la place de la société, soit un groupe d'individus qui désirent exporter leurs capitaux, soit les banques privées auxquelles l'exportateur de capitaux s'adresse pour avoir des devises. La gamme des possibilités sera la même. Les moyens indiqués sous *a)* et *b)* suffisent en temps ordinaire où chaque exportateur de capitaux est certain de trouver un partenaire, soit étranger, soit national, qui lui assure la contrepartie de son opération. Si, par contre, le mouvement est d'ordre continu et cumulatif, on épuiserait tour à tour les diverses possibilités que nous avons énumérées pour arriver finalement aux plus dangereuses. L'emploi des moyens indiqués sous *e)*, *f)*, *g)* représente déjà une menace pour la monnaie du pays.

B. — Le transfert de capital en cas d'absence de mouvements compensatoires.

La fuite des capitaux ayant lieu en général en temps de crise monétaire, la possibilité de mouvements compensatoires continus en direction du pays d'origine de la fuite sera certainement minime. Le transfert ne peut donc se faire qu'aux dépens de la réserve d'or et de devises du pays exportateur. Avant d'examiner ce dernier mode de transfert et ses conséquences pour le pays d'origine et pour le pays de refuge, nous parlerons brièvement des procédés classiques de transfert des capitaux.

a) le transfert par l'envoi de marchandises. — Il se pose la question de savoir si le transfert ne se fait pas en définitive et invariablement par un mouvement de marchandises, comme on a tenté de le démontrer d'ailleurs avec beaucoup d'habileté et d'ingéniosité dans maints traités

relatifs au commerce international ou aux mouvements de capitaux ? Le raisonnement de base est assez connu pour que nous puissions nous borner à en donner ce résumé : un mouvement de capital cause une déflation dans le pays expéditeur et une inflation dans le pays destinataire. Un mouvement de marchandises suivra fatalement un mouvement de capital, en ce sens que le pays destinataire du capital, jouissant d'un accroissement de pouvoir d'achat, inclinera nécessairement à acheter sur le marché étranger. Et cela d'autant plus — disent les uns — que la déflation dans le pays expéditeur du capital provoque une baisse des prix dans ce pays. Les autres — et ceci est plutôt la tendance de l'école moderne — nient la nécessité d'une variation des prix ; d'après eux, le seul changement dans la répartition du pouvoir d'achat suffit pour déplacer la courbe de la demande de telle façon qu'un courant de marchandises ait lieu depuis le pays prêteur au pays emprunteur.

Sans qu'on ait besoin d'énumérer tous les facteurs qui rendent ce raisonnement, sinon faux, du moins très théorique, il suffit de constater que les mouvements de sécurité et vraisemblablement tous les mouvements de capitaux à court terme, ont un effet des plus désavantageux sur les changements de prix, les fluctuations de la demande et par là, les mouvements internationaux de marchandises.

Il convient de se souvenir d'autre part, que la fuite des capitaux n'est elle-même matériellement possible que si elle est précédée d'un phénomène de thésaurisation. Or la thésaurisation d'une masse importante de fonds liquides est nécessairement le résultat d'une période relativement longue, pendant laquelle une épargne considérable a pu être accumulée et des fonds d'amortissement et de réserve ont pu être formés sans être réinvestis.

Il est vrai que la lenteur de la formation des fonds liquides souffre une exception dans le cas de l'intervention des banques qui peuvent, par le canal des crédits, créer de l'épargne artificielle, cette dernière pouvant éventuellement se transformer en capitaux migrants¹. En faisant abstraction de ce dernier cas, qui suffirait à lui seul à entraver tout rétablissement de l'équilibre par le moyen des marchandises, (l'expansion des crédits tendant à la hausse des prix contrarie précisément cette exportation de marchandises qui devrait se faire, selon la théorie, du pays prêteur au pays emprunteur), la déflation dans le pays expéditeur de capitaux semble déjà difficile à réaliser, même si on ne tient compte que de la thésaurisation ordinaire au moyen de l'épargne et de l'amortissement. Cette thésaurisation crée certainement à la longue une contraction de la production, et par là même une diminution des revenus qui s'exprime ensuite par une baisse des prix. Mais cette réaction qui est nécessairement lente et insuffisamment radicale ne permet pas un réajustement par le canal des marchandises, car la consommation ne diminue pas dans la mesure où les fonds sont thésaurisés.

D'autre part, en ce qui concerne le pays de refuge, l'inflation des revenus, la hausse des prix et l'accroissement des importations qui suivent l'afflux des disponibilités, (si on peut en croire la théorie) se produisent d'une façon beaucoup trop rapide pour ne pas provoquer l'intervention des autorités par des mesures protectrices². En réalité, il est même vraisemblable que l'expansion mentionnée ci-dessus ne se produise pas du tout. Les détenteurs étrangers

1. Cf. Chap. IV, § 2, ci-dessous.

2. Il est vrai que la théorie de l'*ajustement par les marchandises* fait abstraction de tout interventionisme. Notre argument découle de l'observation, il ne vise pas à combattre un raisonnement dont nous ne nions nullement la logique.

des capitaux affluants continuent le plus souvent à théoriser leurs fonds dans le centre étranger ; la consommation et l'importation du pays de refuge ne se trouvent donc nullement touchées. L'expansion « primaire », conséquence directe du transfert du pouvoir d'achat, ainsi que la théorie l'envisage, fait donc souvent entièrement défaut dans le cas des mouvements de sécurité. L'expansion « secondaire » dépend de la conduite adoptée par les banques, si elles veulent ou non accroître les crédits ou même (en ce qui concerne la banque d'émission), augmenter la circulation sur la base des réserves accrues grâce à l'afflux des capitaux étrangers. On peut même dire que l'expansion secondaire est pratiquement inopérante de nos jours, grâce à l'instauration des fonds d'égalisation des changes ou à la politique de stérilisation de l'or¹.

La baisse des taux est un autre facteur qui empêche le renchérissement de la production et par là l'accroissement des importations de marchandises. L'aisance qui règne sur les centres favorisés de la confiance des exportateurs de capitaux fait que l'industrie et le commerce dans ces régions profitent de conditions extrêmement favorables, ce qui les rend capables de lutter contre leurs concurrents résidant dans les pays dépourvus de disponibilités.

D'une façon générale, on est en droit de dire que les mouvements de sécurité ne provoquent guère de mouvements de marchandises. Le caractère ultra-rapide des premiers ne permet pas aux courbes de la demande des pays intéressés de fluctuer dans le sens indiqué par la théorie.

A défaut de mouvements compensatoires et de mouve-

1. Cf. Chap. V, ci-dessous.

ments de marchandises, il ne reste donc, comme ultime moyen pour effectuer le transfert des capitaux dans les mouvements de sécurité, que la réserve d'or et de devises du pays expéditeur de fonds.

b) *Le transfert par la mise à contribution de la réserve d'or et du stock de devises.* — Nous avons déjà dit qu'en période de fuite de capitaux, le terrain est en général peu propice à l'intervention des mouvements compensatoires, c'est-à-dire à l'entrée de capitaux étrangers de toutes catégories s'effectuant parallèlement à l'exportation des fonds indigènes. La sortie des capitaux se produit dans la plupart des cas à la suite de l'avalissement de la monnaie du pays ; une première perte d'or et une baisse du change national ont probablement eu lieu avant que les capitaux se décident à fuir le pays. Il est extrêmement peu probable que le pays attire des capitaux étrangers, en quête de placement, dans des quantités suffisantes pour pouvoir réaliser les transferts sans avoir à recourir à la réserve d'or et de devises. Il est certain d'autre part, qu'au début de l'exode, l'afflux des mouvements s'inspirant de considérations de revenu et des mouvements spéculatifs fournissent une partie des devises demandées par les exportateurs de fonds. La baisse du change national, la perspective de sa hausse ultérieure qu'escomptent les cambistes étrangers, explique l'offre d'une certaine quantité de devises qui est instantanément absorbée pour financer la « fuite » avant que celle-ci prenne un caractère cumulatif.

La possibilité d'une conversion en or des fonds affluants dans le pays menacé par la fuite de ses capitaux n'est pas à exclure. Si la banque d'émission croit pouvoir arrêter le mouvement en augmentant sa capacité de fournir du métal jaune aux thésauriseurs et aux exportateurs de fonds, elle procède à la réalisation de ses actifs étrangers par des

achats d'or. Si la fuite des capitaux se poursuit, la banque assistera à la diminution de ses réserves et sera finalement à la merci de ses créanciers étrangers. La spéculation se rendra compte très vite qu'elle s'est trompée — la devise nationale accentuant sa baisse — et changera de position. Les fonds étrangers placés à très court terme, seront retirés ; la banque se trouvera alors dans l'impossibilité de rembourser, ayant soutenu la fuite des capitaux indigènes aux dépens de ses réserves : la suspension des paiements sera inévitable.

Le transfert des capitaux dans les mouvements à court terme dépend avant tout de la technique employée par la banque d'émission du pays dont le portefeuille des devises se trouve accru¹.

Les expéditions d'or, dues à l'initiative privée doivent également être prises en considération ; elles sont pourtant d'un intérêt moindre par le fait que le gros des transferts de fonds étrangers se fait par le canal des « balances » bancaires et des titres².

Le particulier désirant exporter son capital s'adresse à une banque de son pays qui lui remet contre des valeurs en monnaie nationale une créance sur son correspondant à l'étranger, soit sous forme de chèque, de lettre de change ou d'un autre avoir payable en monnaie étrangère. Le correspondant étranger, disons un banquier étranger, dispose à son tour de ce fait, d'une créance sur le pays

1. Actuellement, ce sont les Fonds d'égalisation ou de stabilisation des changes qui se chargent dans les principaux pays de prendre toutes les décisions concernant le transfert des capitaux flottants. Ce qui est dit sous ce rapport de la banque d'émission est donc également valable pour le « Fonds ». Cf. Chap. V, § 2, ci-dessous.

2. Les opérations d'arbitrage sur l'or qui accompagnent d'une façon permanente les fluctuations de la « *cross rate* », donc du cours de change livre sterling-dollar, ne sont pas prises en considération ici ; ce sont des mouvements de caractère nettement spéculatif ou de simples mouvements de revenu.

exportateur de fonds. Cette créance, il la remet — à défaut d'acquéreur sur le marché des changes — à la banque d'émission qui se voit obligée de se constituer de cette façon un portefeuille de devises sur le pays d'origine de la fuite des capitaux. Si la banque d'émission du pays de refuge décide de thésauriser ces devises, aucun mouvement d'or n'aura lieu.

A priori, on ne peut donc rien dire de définitif quant à la possibilité du transfert par or des capitaux dans les mouvements de sécurité. Pour les pays exportateurs de fonds, le recours à la réserve d'or et de devises de la banque d'émission paraît certain après l'arrêt des mouvements compensatoires, qui fournissent au début la contrepartie de la fuite des capitaux. La diminution de la réserve, notamment l'épuisement du stock d'or que la banque convertira successivement en devises sur le marché international pour alimenter une fuite prolongée des capitaux, doit être considérée comme le phénomène habituel. Le moratoire, les crédits gelés, le contrôle des devises, la dévaluation de fait et la dévaluation légale, l'abandon de l'étalon or, sont, nous le répétons, une série de conséquences qui menacent le pays si les mouvements de sécurité dépassent les ressources de la réserve de la banque d'émission et si ces mouvements ne sont pas compensés par des mouvements « de revenu » et de spéculation.

CHAPITRE III

L'ASPECT PRATIQUE DE L'ANALYSE DES CAPITAUX MIGRATEURS

Section I

L'enregistrement des mouvements internationaux de capitaux

§ 1. *Sa nécessité.*

Tandis que l'on dispose de chiffres très détaillés et très complets au sujet de la circulation des marchandises et des hommes, le mouvement des capitaux s'est dérobé, jusqu'à une époque toute récente, presque entièrement à la statistique. Celle-ci est d'ailleurs aujourd'hui encore bien loin d'atteindre le degré de perfection et surtout d'universalité que l'on pourrait raisonnablement attendre. L'insuffisance des renseignements que l'on peut obtenir en matières de mouvements de capitaux s'explique sans doute par la complexité des faits, par l'absence de dénominations généralement adoptées, et enfin par l'opposition des personnes intéressées redoutant toute publicité.

L'éclaircissement de cette zone obscure qui forme cependant la majeure partie des éléments « invisibles » de la Balance des comptes rendrait des services hautement utiles¹. Le remaniement des méthodes d'investigation dans

1. Il est curieux de constater que l'on est encore moins avancé dans le domaine de la connaissance des mouvements *interrégionaux* de capitaux. Ceci s'explique en partie par l'absence des frontières politiques qui facilitent

le domaine économique, c'est-à-dire la préférence que l'on donne actuellement à la méthode inductive demande la collaboration des statisticiens¹. C'est l'école de Harvard qui s'est dirigée la première dans cette voie, profitant d'un outillage statistique perfectionné et opérant sur une large échelle².

D'autre part, la connaissance numérique des mouvements de capitaux serait fort avantageuse pour l'Etat et pour tous les organes directeurs de l'économie, soit la Banque Centrale, la direction du Fonds d'égalisation des changes, le Service de la surveillance des prix et de la production et à d'autres encore. Dans la mesure où l'on s'engage davantage dans la voie de l'économie dirigée, la nécessité d'une meilleure information des pouvoirs publics s'impose. Même dans les pays où l'on se borne à ne diriger que la monnaie³, cette connaissance est fort désirable⁴.

L'ensemble des mesures prises par l'Etat en matière de mouvements de capitaux, peut être divisé, d'une part en : mesures justifiées par une politique de longue haleine, visant à l'accroissement économique de la nation dans une époque à venir, et d'autre part, mesures plus ou moins improvisées en vue d'un résultat immédiat, mesures de sauvegarde ou d'attaque qui ne font pas nécessairement partie d'un plan fixé d'avance.

beaucoup l'enregistrement de tout mouvement. Il serait par exemple aussi très utile de pouvoir relever le mouvement des capitaux allant d'une branche de la production à l'autre, ou passant de la production à la consommation. L'étude de la conjoncture se trouverait par là beaucoup facilitée.

1. Cf. Nogaro, *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1935, p. 430.

2. Cf. Taussig, *International Trade*, New-York, 1928 ; Viner, *Canada's balance of international indebtedness, 1900-1913*, Cambridge, Mass. 1924 et d'autres encore.

3. Heilperin, *Monnaie, Crédit et Transfert*, Paris, 1932, p. 72, insiste sur l'absence « d'un lien nécessaire et logique entre économie dirigée et monnaie dirigée ».

4. Cf. Keynes, *Vom Gelde (A treatise on money)*, Munich, 1932, p 228 : « Sans doute, une Banque Centrale devrait être informée non seulement sur le montant absolu, mais encore sur les fluctuations des avoirs des banques étrangères de toute catégorie détenus dans leur district ».

a) Dans la détermination de sa politique économique pour une période étendue, l'Etat se base sur les données qui lui sont fournies par la Balance des comptes. Les renseignements que contient cette dernière lui servent de base d'appréciation en matière de politique d'emprunt. Par exemple, l'Etat peut faciliter ou restreindre les emprunts extérieurs selon que la Balance des comptes du pays se solde par un excédent ou par un déficit. Le relevé annuel des éléments de la Balance paraît être suffisant pour pouvoir déterminer la ligne générale de la politique à suivre.

b) Parmi les mesures de circonstance, on doit classer par exemple celles qui sont prises par la direction d'un Fonds d'égalisation des changes dont l'activité assure en quelque sorte « la défense passive » de la monnaie, ainsi que les mesures plus radicales, telles que la dévaluation, l'inflation et en général la plupart des mesures affectant le crédit. Dans tous ces cas, l'organisme directeur ne peut plus se contenter des renseignements donnés par la Balance des Comptes. La seule connaissance d'un solde annuel des mouvements de capitaux ne suffit plus. Outre l'élément quantitatif, il faut aussi considérer l'élément qualitatif. La structure des mouvements, leur distribution sur les diverses catégories de placements, la présence de mouvements compensatoires et la durée des crédits sont autant d'éléments qui demandent à être connus.

En considération du double aspect de la politique économique de l'Etat, deux méthodes d'investigation relatives aux mouvements de capitaux nous paraissent devoir être envisagées. Nous allons immédiatement les étudier.

§ 2. *Les méthodes d'enregistrement.*

Au premier but, celui de la détermination des mesures qui forment la politique économique « à longue vue » correspond la méthode d'investigation *indirecte* ; elle consiste à calculer le solde des éléments connus de la Balance des comptes et à attribuer celui-ci au mouvement des capitaux. Pour que ce solde donne exactement le mouvement net des capitaux, il faudrait que tous les éléments considérés comme connus, soient évalués d'une manière complète et exacte. En raison des méthodes insuffisantes et d'obstacles nombreux qui s'opposent à l'évaluation précise de plusieurs catégories d'échanges, le solde envisagé contient en fait, hormis les mouvements de capitaux réels, des erreurs et des omissions. Même si l'on admet que celles-ci se compensent entre elles, le solde ne donne aucun renseignement sur la forme, la direction et la durée des mouvements de capitaux. Enfin, il ne rend pas compte des opérations qui se compensent. Les mouvements dus au fait que quelques pays jouent le rôle de banquiers pour les autres, en ce sens qu'ils empruntent pour prêter, souvent à des échéances différentes, ne laissent pas non plus de trace dans le solde des éléments connus de la Balance des comptes.

La thésaurisation des devises pratiquée par la Banque de France en 1926 forme l'exemple d'un mouvement « invisible » de capitaux. Le particulier qui apporte des devises à la Banque rapatrie par là son capital. En thésaurisant les devises, la Banque réexporte en quelque sorte ces fonds. L'expansion des crédits devient possible, une hausse des prix accroît les importations ; il s'ensuit une diminution du stock de devises. Le rapatriement du capital par le particulier devient donc un rapatriement pour l'économie entière, ce que le « mouvement des capitaux à court terme »

calculé d'après la méthode du solde n'a pas pu enregistrer¹. La conversion des crédits à court terme, en placement à long terme, qui se produit au cours de l'exercice, ne laisse également aucune trace dans la Balance des comptes.

Les autorités qui établissent les Balances des comptes ont fréquemment reconnu ces lacunes et ont souvent poussé les services s'occupant de la recherche de l'élément « mouvement de capitaux » à compléter leurs rapports par des relevés *directs*². Les données obtenues à l'aide d'enquêtes faites auprès d'autorités publiques, d'institutions financières, de sociétés commerciales et d'hommes d'affaires privés ont démontré lorsqu'on les compare avec les résultats obtenus par la méthode du solde de la balance des comptes, la défectuosité du matériel fourni actuellement par la statistique générale³. Dès aujourd'hui, donc le relevé direct constitue un moyen de contrôle très utile des évaluations fournies par la technique inhérente à l'établissement de la Balance des paiements⁴.

§ 3. La méthode du relevé direct.

Pour servir de base aux mesures visant des buts plus immédiats, comme par exemple la protection de la monnaie,

1. Cf. Nurkse, *op. cit.*, p. 233, 234.

2. Cf. *Memoranda sur les Balances des paiements*, publiés par la S.D.N.

3. Cf. S.D.N. *Balances des paiements*, 1930, p. 17 : « Le mouvement net des entrées et des sorties de capitaux peut être calculé, soit sous forme de balance des mouvements de capitaux enregistrés, soit sous forme de déficit ou d'excédent du compte des articles courants. Théoriquement, les deux balances ainsi données devraient correspondre exactement ; dans la pratique, elles ne correspondent que par hasard. Ces balances peuvent tout au plus constituer un moyen très approximatif de vérification réciproque ; elles indiquent les limites supérieures et inférieures probables des mouvements d'entrée et de sortie de capitaux. Dans certains cas, les écarts sont si importants qu'on ne peut se hasarder à tirer des déductions. Comme les articles courants sont en général enregistrés d'une manière plus complète que les mouvements des capitaux, il se peut que dans la majorité des cas, la balance des articles courants constitue la mesure la plus sûre du mouvement des capitaux ».

4. Cf. S.D.N. *Balances des paiements*, 1926, p. 83 ; Lewis, *International Accounts*, New-York, 1927, p. 67.

seul le *relevé direct* des mouvements de capitaux, régulièrement effectué et répété à de courts intervalles, peut suffire. La nécessité d'un examen et d'un inventaire régulier de toutes les catégories de dettes étrangères et de placements à l'étranger, existant à une date déterminée, a été unanimement reconnue ; et on déplore généralement les difficultés qui s'opposent à son exécution¹.

1. Procédant par ordre de difficultés, on peut considérer les *opérations financières des gouvernements* comme les plus faciles à connaître.

L'émission d'un emprunt par un gouvernement étranger est en général soumise à l'approbation des autorités politiques et boursières du pays prêteur. Elle ne s'oppose en rien à l'enregistrement statistique. Les engagements courants découlant de cette opération, comme les paiements d'intérêts et d'amortissements, sont connus d'avance ils représentent donc un élément certain de la Balance des comptes.

Par contre, l'intervention de l'Etat sur le marché monétaire international n'offre pas les mêmes facilités d'enregistrement. Ces opérations se sont beaucoup intensifiées depuis l'instauration des Fonds d'égalisation des changes. Aussi le mystère qui continue à régner autour de ces transactions est-il regretté par les théoriciens. Ceux-ci estiment avec raison, que la possibilité d'une juste appréciation des phénomènes monétaires en souffre. Bien que déterminé et connu par les autorités, cet élément se soustrait à la documentation plus générale. Ce défaut n'est préjudiciable ici qu'à la science ; l'Etat, qui est le premier intéressé à

1. Cf. Meynial, *La Balance des comptes de quelques grands pays industriels*, Paris, 1926, p. 26 ; Lewis, *op. cit.*, p. 105 ; Welter, *Die Ursachen des Kapitalmangels in Deutschland*, Tübingen, 1931, p. 187 ; Malpas, *op. cit.*, p. 10 ; Barbey, *Les principaux aspects du problème de la Balance des comptes dans l'économie générale*, Lausanne, 1936 (L'introduction de M. Bachmann).

posséder des informations, connaît évidemment les opérations qu'il exécute lui-même.

Les paiements de réparations et d'autres dettes politiques qui présentent tant de difficultés au point de vue du transfert, n'en offrent point quant à leur enregistrement. Ces opérations sont en général, comme l'expérience l'a démontré précédées de conventions internationales et de discussions le plus souvent largement diffusées ; on peut dire que leur « publicité » est assurée.

2. *Les opérations financières des particuliers*, dont l'importance est plus grande que celle des gouvernements, sont aussi plus difficiles à saisir. Faute d'une comptabilité commune tenant compte des variations au jour le jour des crédits et des débits étrangers — la Balance des comptes en est peut-être un commencement — on doit s'en tenir à une sorte d'inventaire périodique qui comporte naturellement toutes les vicissitudes de ce genre d'évaluation.

Une des opérations susceptibles d'être traitées par des particuliers, est l'achat et la vente de propriétés immobilières en pays étrangers ; ces opérations sont fréquentes en temps de dépréciation de la monnaie du pays où se fait la transaction. La nature nettement spéculative, dont passagère, de ces affaires empêche l'établissement de statistiques continues. Dans un cas, on a pourtant essayé de déterminer la valeur de ces échanges. Le deuxième Comité d'experts pour le paiement des réparations avait pu relever en Allemagne avec un certain degré d'exactitude ce que le pays avait gagné et perdu à ces opérations¹. Des statistiques partielles ont été établies dans quelques villes.

Les participations directes à des entreprises industrielles et commerciales étrangères représentent un mouvement

1. Cf. Meynial, *op. cit.*, p. 28.

de capital qui est difficile à enregistrer. Ce mouvement peut se faire par l'apport de marchandises ; l'opération sera comprise alors dans les statistiques douanières. Si, par contre, l'apport se fait en fonds liquides, la possibilité d'un relevé semble être exclue sous un régime de changes non contrôlés, vu le caractère discret de la participation au point de vue juridique et comptable.

L'achat et la vente de titres étrangers constitue un groupe d'opérations dont l'importance s'est accrue fortement depuis la guerre. Avant 1914, les permutations considérables ne semblent être intervenues que rarement dans les portefeuilles de valeurs étrangères. L'évaluation approximative en était donc relativement aisée. Des changements ne paraissent s'être produits qu'à l'occasion d'émissions nouvelles, soumises d'ailleurs à la réglementation des autorités boursières, et par des remboursements fixés d'avance par contrat. A présent, les valeurs mobilières sont devenues un véhicule important pour tout déplacement de fonds¹. La tâche d'évaluer le portefeuille des valeurs étrangères à une époque donnée est donc rendue plus difficile en raison des changements fréquents qu'il subit.

D'autres obstacles viennent s'ajouter à ceux que nous venons de voir. Une enquête de l'« Economist »² portant sur les placements étrangers de l'Angleterre en valeurs mobilières s'est notamment heurtée aux difficultés suivantes : d'abord l'enquête ne peut avoir un caractère complet car elle ne porta que sur les valeurs faisant l'objet de transactions officielles à la Bourse de Londres, sur les actions et obligations de certaines sociétés minières sud-africaines et enfin sur un petit nombre d'autres titres qui ne sont pas

1. Cf. *Statistique représentant le mouvement des capitaux à destination des Etats-Unis et ses composantes*, depuis 1935-1938, p. 166 et suiv. ci-dessous.

2. Cf. n° du 18 octobre 1930.

admis officiellement, mais que l'on sait être détenus principalement par les capitalistes du pays. En outre, on ne peut pas découvrir trace d'un grand nombre de titres appartenant à des capitalistes britanniques, mais qui sont inscrits au nom de banques étrangères ou de « stockbrokers » non-anglais. Beaucoup d'actions sont au porteur ; dans ce cas, il n'existe pas de listes d'actionnaires que l'on puisse dépouiller. Certaines obligations, bien qu'é émises sur le marché britannique, sont rendues plus facilement négociables du fait que l'intérêt peut être payé en une monnaie à choisir parmi plusieurs désignées. Ainsi, selon la situation des changes, il peut être parfois plus avantageux pour le capitaliste opérant sur des sommes importantes de percevoir l'intérêt dans un centre étranger, puis de le placer à nouveau dans ce centre ; d'autre part, on profite aussi sans doute de cette faculté pour se soustraire à l'obligation d'acquitter l'impôt¹.

Tout en tenant compte des réserves que suscitent les difficultés susmentionnées, nous pouvons indiquer les quatre méthodes utilisées dans le recensement du portefeuille de titres étrangers. Les voici :

a) Le recensement direct des portefeuilles appartenant aux particuliers et aux sociétés à une date déterminée ou pendant une période déterminée (dans ce dernier cas, on prend une valeur moyenne) ;

b) L'enregistrement des transactions pratiquées sur valeurs étrangères dans les bourses du pays ;

c) Le recensement indirect s'effectuant à l'aide d'informations concernant l'impôt sur le revenu des titres étrangers ;

d) Le contrôle officiel de tous les transports de titres à travers la frontière du pays.

1. Cf. S.D.N., *Balances de paiements*, 1930, p. 198.

Le *recensement direct* ne peut être fait que par l'Etat. On peut se demander s'il est juridiquement possible d'obliger les banques à fournir les renseignements nécessaires. En ne se basant que sur les données contenues dans les bilans et les rapports des grandes institutions de crédit, on risquerait en effet de négliger les transactions qui se sont compensées au cours de l'exercice. Or, il ne suffit pas de connaître en fin de compte le résultat ; ce sont au contraire les mouvements qui doivent être enregistrés.

Le *procédé brut d'évaluation*, qui est le plus simple, mais aussi le moins exact, consiste à examiner le volume des transactions en valeurs étrangères telles qu'elles sont rapportées journallement dans certaines cotes. Cette méthode comporte de nombreuses sources d'erreurs. D'abord, il est difficile de distinguer les opérations réelles des achats et des ventes à découvert qui ne sont pas suivis d'un échange effectif de titres. En plus, comment peut-on connaître la nationalité des vendeurs et des acheteurs ? La vente d'un titre américain par un Français à son compatriote par exemple ne cause aucun changement du portefeuille étranger de la France ; cette opération serait pourtant enregistrée comme portant sur une valeur étrangère.

Le *recensement indirect* consiste à calculer la valeur du portefeuille étranger en capitalisant le revenu qu'il rapporte à ses propriétaires en appliquant un taux moyen. On utilise alors les renseignements donnés par le fisc au sujet des résultats de l'impôt sur le revenu des valeurs étrangères. Cette méthode donne également des résultats aléatoires. Le choix du taux moyen est problématique ; la fraude fiscale contribue à fausser le calcul ; les titres déposés à l'étranger dont les revenus sont réinvestis sur place ne sont pas pris en considération.

Le *contrôle exercé par l'Etat* de tout transport de titres à

destination ou en provenance de l'étranger implique un système de contrôle du change d'une grande perfection avec toutes les complications que nécessite un pareil régime. D'ailleurs ce contrôle ne peut fournir des renseignements que pour les changements intervenant durant une période déterminée, il faudrait y ajouter le recensement direct par lequel on établirait la composition et l'importance du portefeuille existant.

§ 4. *L'enregistrement des crédits à court terme.*

La plus grande partie des mouvements de capitaux se fait actuellement par le canal des banques. Des trois milliards et demi de dollars qui sont entrés aux Etats-Unis pendant les années 1935 à 1937, deux milliards de dollars environ eurent la forme de dépôts en banque. Le relevé de ces fonds, auxquels il faut encore ajouter le mouvement des crédits commerciaux et des billets de banque, pose de nombreux problèmes aux organes chargés de la statistique, à cause des formes multiples que prennent ces capitaux, et en raison de la vitesse de leur circulation.

Pour être complète, l'enquête devrait porter sur l'augmentation et la diminution des valeurs figurant dans les livres des sociétés interrogées sous les rubriques suivantes :

Au débit (*représentant l'endettement à court terme du pays vis-à-vis de l'étranger, découlant d'une entrée de capitaux*).

a) Les dépôts à vue et à court terme effectués par les étrangers auprès des banques du pays.

b) Les prêts et avances accordés par les banques étrangères aux banques du pays ;

c) Les soldes des comptes courants actifs des étrangers auprès des banques du pays ;

d) Les créances à court terme sur le pays possédées par des étrangers, y compris les bons du Trésor et d'autres obligations à court terme ;

e) Les dettes commerciales, les soldes des comptes courants et les acceptations au profit d'étrangers ;

f) Les prêts accordés par des étrangers aux « brokers » en vue d'acquisition de titres, d'opérations de report et d'escompte ;

g) Les billets de banques nationaux détenus par l'étranger.

Au Crédit (*représentant l'état des créances à court terme du pays sur l'étranger, découlant d'une sortie de capitaux*).

a) Les dépôts auprès des banques étrangères ;

b) les prêts et les avances accordés par les banques du pays à l'étranger ;

c) les soldes actifs des comptes courants auprès des banques étrangères ;

d) Les créances à court terme sur l'étranger, détenues dans le pays.

e) Les créances commerciales ;

f) Les prêts accordés aux « brokers » étrangers ;

g) Les billets de banque étrangers.

Trois groupes de personnes ou d'entreprises devraient être appelées à fournir ces renseignements : ce sont les banques et toutes les entreprises qui font des opérations de banque avec ou pour le compte de l'étranger, les agents de change, les maisons d'exportation ou d'importation et toutes les entreprises à succursales étrangères.

Les banques et les agents de change jouissent dans beaucoup de pays d'une grande autonomie consacrée par la tradition. Il sera souvent difficile de les contraindre à fournir des renseignements. Le troisième groupe manque

d'homogénéité ; il sera même impossible de le saisir dans sa totalité, car, pratiquement, on ne pourra faire appel qu'à ses représentants les plus importants. Faute d'autres informations, on pourra faire des enquêtes auprès d'hommes d'affaires privés pour avoir des estimations de l'état des dettes et des créances extérieures à court terme. Seul, un organisme muni d'une certaine autorité et de moyens de contrainte paraît capable de réunir ces renseignements. Cette tâche incombe donc à l'Etat ou à une institution à laquelle l'Etat doit déléguer des pouvoirs spéciaux. La Banque Centrale semble être tout à fait indiquée. D'ailleurs, elle-même a le plus grand intérêt à ces informations qui peuvent lui faciliter la tâche de diriger la monnaie.

Le relevé des chiffres devra se faire par des questionnaires uniformément établis pour chacun des trois groupes d'entreprises. La division en diverses rubriques devra s'inspirer de l'énumération des mouvements de fonds telle qu'elle est donnée ci-dessus. Elle sera nécessairement simplifiée dans les pays où le faible développement du service statistique ou encore le refus des entrepreneurs fera échouer toute tentative entreprise sur un plan trop vaste. La connaissance du seul mouvement des dépôts bancaires sera par exemple déjà un beau résultat. La plus grande fréquence des relevés est indispensable. Ainsi les statistiques des mouvements de capitaux publiées par le Trésor américain¹ sont basées sur l'intervalle d'une semaine, ce qui représente un effort magnifique, vu l'extension du territoire américain.

Ajoutons encore qu'une bonne statistique des mouve-

1. U.S. Treasury Department, division of research and statistics : « Statistics of capital movements between the United States and foreign countries and of purchases and sales of foreign exchange in the United States as reported weekly by banks, bankers, brokers and dealers in the U.S. Federal Reserve Banks ».

ments de capitaux devrait indiquer la provenance des mouvements classés d'après leurs pays d'origine. La connaissance exacte de l'origine des fonds est un renseignement utile lors de la conclusion d'un accord entre les pays touchés par la migration des capitaux.

§ 5. *Les tentatives faites en matière d'enregistrement
des mouvements de capitaux.*

1. *Aux Etats-Unis.*

Depuis 1921, les Etats-Unis ont entrepris d'une manière systématique le relevé des informations concernant les dépôts, prêts et avances, détenus et accordés aux étrangers et par des étrangers, les placements étrangers à court terme et le mouvement des titres¹. Dans le courant de cette année là, un questionnaire élaboré par le Dr. Williams fut envoyé aux principales institutions financières. Cette enquête, émanant d'une initiative privée, se borna au seul mouvement des titres émis à l'étranger et vendus aux Etats-Unis et des titres américains précédemment détenus à l'étranger et rachetés par les Etats-Unis pendant l'exercice 1920. Le résultat de cette enquête a été peu satisfaisant².

En 1922, le cadre des informations est élargi. Un questionnaire est adressé par une banque importante de la place de New-York à 41 banques et institutions financières, auxquelles des renseignements sur la situation de leurs créances et engagements étrangers sont demandés. Un autre questionnaire est envoyé aux membres les plus importants de l' « American Manufacturers Export Association » et

1. Cf. Lewis, *op. cit.*, p. 160.

2. Cf. *The Review of Economic Statistics and Supplements*, 1922 ; Williams, *The Balance of international payments of the United States for the year 1921, with an estimate of the unfunded Foreign Balance on January 1922*, p. 205.

de l' « Exporters and Importers Association » concernant la valeur de leur portefeuille d'effets étrangers et le montant de leurs dépôts et soldes actifs auprès des banques étrangères, ainsi que des engagements de cette nature. En plus, un questionnaire spécial, dressé de la même manière que celui du Dr. Williams en 1921, est envoyé aux maisons traitant de transactions en valeurs mobilières. Mais il est douteux que les informations données par 26 maisons couvrent de loin les mouvements de titres réellement effectués.

Pour l'exercice 1922, les dates sont recueillies par le « Department of Commerce ». C'est la première fois qu'une administration participe à une pareille enquête. La distribution des formulaires se fait alors sur un plan plus large ; c'est la rubrique des créances et des engagements résultant des importations et des exportations de marchandises qui offre le plus de difficultés. Aussi, pour les années suivantes, renonce-t-on à envoyer des questionnaires aux commerçants et industriels. L'élaboration des questionnaires se rapportant au mouvement des fonds bancaires et des titres est faite avec plus de soins, le nombre des rubriques est augmenté et les questions plus spécialisées. L'élaboration et l'expédition des formulaires se font dès maintenant avec le concours de la « Federal Reserve Bank » de New-York.

En 1924, l'enquête peut embrasser pour la première fois le pays entier ; ce résultat est dû à la simplification des rubriques en comparaison avec ce qui avait été fait dans les années précédentes. Les informations ainsi recueillies manquent de certitude et de précision, mais ont l'avantage de contenir des renseignements provenant d'un plus grand nombre d'institutions. Le questionnaire pour 1926, adressé aux « banques et banquiers internationaux » au début de 1927 est censé représenter le fruit de plusieurs années

d'expériences ; il est préparé par le « Département of Commerce » en collaboration avec la « Federal Reserve Bank » de New-York¹.

La nécessité de disposer d'informations plus complètes concernant la composition, l'origine et les fluctuations des mouvements de capitaux, devient pressante à partir de 1933. Les mouvements indépendants occupent dès maintenant une place prépondérante dans la Balance des paiements des Etats-Unis.

Durant l'année 1933, 1,4 milliards de dollars de capitaux américains et 400 millions de dollars de dépôts étrangers fuient devant le dollar². En même temps, les capitalistes européens s'emparent des titres américains à vil prix ou rapatrient leurs propres émissions. La sortie nette de capi-

1. Le texte du questionnaire peut se traduire ainsi :

I. *Titrés anciens transférés internationalement.*

Question 1. — A combien estimez-vous le montant des titres précédemment détenus par les Américains et vendus à des étrangers en 1926 par votre intermédiaire ?

Question 2. — A combien estimez-vous le montant des titres précédemment détenus par des étrangers et achetés par des Américains par votre intermédiaire ?

Question 3. — Quelle est, à votre avis, la valeur en dollars des titres détenus par vous pour le compte de l'étranger ?

Question 4. — Quelle est, à votre avis, la valeur en Bourse, en dollars, des titres détenus à l'étranger pour votre compte et pour le compte de vos clients américains ?

II. — *Engagements flottants.*

Indiquez combien votre établissement doit aux étrangers et combien les étrangers doivent à votre institut à titre de crédit à court terme au début et à la fin de l'exercice 1926.

- a) Dépôts à vue et à court terme auprès des étrangers ;
- b) Prêts et avances accordés à des étrangers ;
- c) Investissements à court terme, faits au dehors par des étrangers pour votre compte ou pour le compte de vos clients (comprenant tous les effets ainsi que les bons à court terme et les emprunts placés au dehors par votre intermédiaire) ;
- d) Dépôts à vue et à court terme des étrangers ;
- e) Prêts et avances accordés par des étrangers ;
- f) Investissements à court terme, faits par votre intermédiaire pour le compte d'étrangers (comprenant tous les effets, bons du Trésor achetés par vous pour leur compte).

2. Cf. Shultz et Caine, *Financial Development of the United States*, New-York, 1937.

taux n'excède donc pas 250 millions de dollars. A partir de 1934 et pendant les années subséquentes, le mouvement se fait principalement en direction des Etats-Unis. Or, après la dévaluation du dollar, les Etats-Unis deviennent le pays qui promet la sécurité et des profits provenant de la hausse inflationniste des prix, pendant que l'instabilité en Europe augmente. Plus de 5,6 milliards de dollars de capitaux étrangers se placent en titres américains contre 4,3 milliards de capitaux américains qui s'investissent à l'étranger. Le mouvement net des fonds bancaires apporte en plus 1,4 milliards de dollars aux Etats-Unis jusqu'en automne 1935. Par conséquent, la Balance des paiements internationaux se présente largement en faveur des Etats-Unis pendant les années 1934 à 1936. Plus de quatre milliards d'or affluent au pays. L'enregistrement d'un phénomène de pareille dimension se révèle donc comme un véritable besoin.

La tâche est sensiblement facilitée par les attributions nouvelles conférées au Trésor américain par les réformes financières des années 1933 et 1934 et surtout par le « Gold Reserve Act » de 1934. Pendant ces deux années de perturbations monétaires, les Etats-Unis sont soumis au système du contrôle des changes. Du 6 au 9 mars 1933, un « banking holiday » déclaré par le Président suspend toutes les opérations. En vertu de l'« Emergency Banking Act » du 9 mars, les banques sont directement subordonnées au Secrétaire du Trésor. La réouverture des guichets de chaque banque considérée individuellement et la reprise des transactions étrangères en général, ainsi que la vente de l'or sont soumises à l'autorisation du Trésor¹. Par la même loi, le Président est autorisé à désigner une institu-

1. Cf. « Ordonnance d'exécution » de l'« Emergency Banking Act », du 10 mars.

tion à laquelle toutes les informations concernant les transactions financières envers l'étranger doivent être rapportées obligatoirement¹. L'ordonnance du 10 mars donne instruction aux « Federal Reserve Banks » de se charger du relevé de ces informations.

Le « Gold Reserve Act » du mois de janvier 1934 apporte certains allègements à l'« Emergency Banking Act » du 9 mars 1933. Notamment, par une ordonnance du 15 janvier 1934, ne sont plus soumis à l'autorisation spéciale, dite « licencement », les dépenses à effectuer à l'étranger à titre de paiements pour les transactions commerciales courantes, les dépenses de voyages et les obligations légales contractées avant mars 1933². Une clause de l'ordonnance oblige les « Federal Reserve Banks » de s'informer continuellement de toutes les opérations financières des banques de leur district avec l'étranger. Un rapport au Trésor n'est prévu que pour les transactions illégales qui se sont effectuées sans avoir été permises par une « licence »³.

Le règlement du 12 novembre 1934, établi par le Secrétaire du Trésor M. Morgenthau, suspend les restrictions de l'« Act » du mois de mars 1934, il autorise l'émission d'une « licence générale » pour les personnes et sociétés faisant des paiements à l'étranger. L'article 3 dudit règlement pose par contre des règles plus strictes quant à l'obligation de fournir des renseignements concernant ces opérations. Il forme la base légale d'une vaste entreprise d'information montée par le Trésor, qui servira probablement d'exemple aux pays étrangers. En vertu de l'article 3, toutes les personnes et les sociétés commerciales faisant des transac-

1. Cf. *op. cit.*, titre I, section II.

2. Cf. « Ordonnance d'exécution » n° 6560 réglementant les transactions en devises, transferts de crédits et l'exportation de numéraire.

3. *Op. cit.*, sect. IV « *Fédéral Reserve Bulletin* », 1934, p. 75.

tions en devises et des transferts de crédits doivent fournir aux « Federal Reserve Banks » de leur district des informations complètes sur ces opérations en utilisant pour cela, des formulaires spéciaux prescrits par le Secrétaire du Trésor. Ces informations ne doivent pas être données par des personnes qui ne sont pas en rapport de compte courant avec l'étranger. Elles ne sont pas non plus nécessaires pour des opérations qui se chiffrent à un montant inférieur à cinq mille dollars, pendant une période de sept jours. Elles doivent faire l'objet de rapports hebdomadaires¹.

Toutes ces dispositions légales préparent le terrain au travail des statisticiens. L'intervalle de deux années qui doit encore s'écouler jusqu'à la première publication par le Département du Trésor prouve d'ailleurs combien cette enquête est difficile à réaliser, alors même que le développement de la statistique des affaires aux Etats-Unis est de loin le plus avancé de tous les pays.

Le 27 novembre 1936, la « Division des recherches et des statistiques » du Département du Trésor publie une analyse complète du mouvement des capitaux qui s'est produit entre le mois de janvier 1935 et le mois de septembre 1936². Ces publications se font désormais régulièrement tous les trois mois. Elles sont basées sur les chiffres rapportés par les banques et les « brokers » une fois toutes les semaines. Ces enquêtes ont d'autant plus de valeur, que la plus grande partie des transactions internationales de capitaux et sans doute la partie la plus mobile, paraît bien être traitée par l'intermédiaire de ces institutions. Des enquêtes occasionnelles faites auprès des exportateurs et des importateurs des maisons importantes de l'industrie et du commerce, ont

1. Cf. « Réglementations du Trésor du 12 novembre 1934 », article 3 « *Federal Reserve Bulletin* », 1934, p. 780.

2. Titre cité à la page 55, note 1 ci-dessus.

démontré en effet que le mouvement net résultant de leurs opérations est relativement peu important¹.

La publication du Trésor contient 69 tableaux. Le mouvement des capitaux est considéré sous ses trois aspects principaux : le mouvement des fonds bancaires, l'achat et la vente des valeurs mobilières, les balances des « brokers » Le critérium géographique soit la provenance et la destination des capitaux selon les pays, est aussi pris en considération.

Le chapitre des fonds bancaires contient respectivement les engagements et les créances à court terme de gouvernements, banques, sociétés et de particuliers domiciliés à l'étranger, tels qu'ils sont inscrits dans les livres des banques américaines².

Trois catégories de mouvements ne sont pas comprises dans ce chapitre ; ce sont les comptes courants étrangers

1. Cf. *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1937, p. 17.

2. La classification détaillée des dettes et créances internationales à court terme, dans la forme adoptée dans les rapports des banques au Trésor se conçoit ainsi :

Dettes à court terme à l'égard de l'étranger :

payables en dollars :

1. Dépôts des étrangers ;
2. Prêts aux « brokers » et « dealers » par des étrangers ;
3. Effets détenus pour le compte d'étrangers ;
4. Obligations à court terme, du Gouvernement américain détenues

pour le compte d'étrangers.

Dettes à court terme à l'égard de l'étranger :

payables en monnaie étrangère :

5. Emprunts aux banques étrangères ;
6. Acceptations des banques étrangères.

Créances à court terme sur l'étranger :

payables en monnaie étrangère :

1. Dépôts des banques américaines à l'étranger ;
2. Dépôts pour le compte de clients à l'étranger ;
3. Créances diverses (comprenant les obligations publiquement offertes aux E.U. par des gouvernements ou de communes étrangères arrivant à l'échéance dans l'année au plus tard).

Créances à court terme sur l'étranger :

payables en dollars :

4. Prêts aux banques étrangères ;
5. Acceptations pour le compte de l'étranger ;
6. Créances diverses.

actifs ou passifs des entreprises commerciales et industrielles domiciliées aux Etats-Unis, les soldes créditeurs ou débiteurs des comptes des étrangers auprès des « brokers » et des « dealers », et les billets américains détenus par l'étranger.

Bien que des rapports aient été obtenus de la part des entreprises commerciales et industrielles, la publication de ces chiffres est renvoyée en raison de leur état incomplet¹. Le mouvement net des capitaux qui ressort des comptes des « brokers » fait l'objet d'un tableau spécial. Une idée concernant le montant des billets américains circulant et thésaurisés à l'étranger ne peut être obtenue que par d'autres sources².

Notons que les tableaux analysant le mouvement des titres et les balances des « brokers » peuvent occasionner des difficultés d'interprétation. Une mutation à l'intérieur de ces tableaux ne reflète pas nécessairement un transfert de fonds entre les Etats-Unis et d'autres pays. En effet, un acheteur étranger de titres américains en possession de dépôts en banque aux Etats-Unis peut utiliser lesdits fonds pour l'acquisition des titres ; d'autre part, il peut payer ces titres à l'aide de fonds empruntés à une banque américaine ou à un « broker ». Ainsi l'entrée de capital représentée par la vente de ces titres sera compensée par la sortie de fonds bancaires, dans le premier cas, enregistrée sous la forme d'une diminution des engagements américains provenant de dépôts étrangers et, dans le second cas,

1. Les publications annuelles du Département du Commerce (Bureau of Foreign and Domestic Commerce) de la Balance de paiements des Etats-Unis dans le « *Trade Information Bulletin* » couvrent les mouvements émanant de particuliers et de sociétés commerciales domiciliées aux E.U. La différence d'une centaine de millions (105 millions de dollars en 1935) entre les estimations annuelles du Département et le mouvement net calculé sur la base hebdomadaire par le Trésor, s'explique par l'absence des crédits commerciaux des statistiques du Trésor.

2. Cf. « *Federal Reserve Bulletin* » et « *Trade Information Bulletin* ».

sous la forme d'une augmentation des actifs étrangers d'une banque américaine ou d'un « broker ». Aucune opération de change n'est nécessaire ; la transaction se fait entièrement en dollars. Le mouvement net total reflètera d'ailleurs correctement cette situation, mais l'opération n'en aura pas moins pour effet de gonfler apparemment le mouvement des entrées et sorties de capitaux.

2. L'enregistrement des mouvements de capitaux en Angleterre.

La recherche des renseignements paraît se heurter sur la place de Londres, à bien plus de difficultés encore qu'aux Etats-Unis. Et pourtant Londres reste la première place du monde pour la négociation des crédits à court terme. En raison de la grande spécialisation qui règne sur ce marché, il faut faire appel à plus de 150 agents différents, tandis qu'à New-York, 40 agents environ fournissent ces renseignements.

Le Comité Macmillan¹ attache une très grande importance à l'amélioration des méthodes de relevé des informations statistiques. Il recommande entre autre le relevé mensuel, auprès des banques faisant partie de la chambre de compensation, des chiffres concernant les fonds à vue et à court terme investis sur le marché des changes, des données relatives au portefeuille des effets étrangers, des engagements découlant des acceptations faites sur la demande des étrangers et des opérations à terme sur devises. D'autre part, le Comité a recueilli lui-même le tout premier quelques renseignements de cette nature qu'il a publiés ensuite dans son rapport. Bien entendu, ces renseignements sont encore loin de refléter la situation totale des dettes

1. Committee on Finance and Industry, Londres, juin 1931.

et des créances à court terme¹. De nombreuses catégories de banques spécialisées, les maisons faisant uniquement l'escompte ou l'acceptation n'y sont pas comprises. Aussi leur collaboration est-elle fortement désirée. Tout en respectant l'esprit d'indépendance de ces institutions, on ne leur demande que des rapports trimestriels adressés à la Banque d'Angleterre à titre confidentiel. Par contre, l'introduction d'un relevé mensuel est recommandé aux maisons étrangères pour leurs avoirs en sterling gardés à Londres². En revanche on manque encore complètement d'informations, en ce qui concerne les transactions sur valeurs mobilières, ce facteur si important de la Balance des paiements. Aussi le rapport Macmillan, insiste-t-il sur la nécessité de recueillir des renseignements à ce sujet auprès des banques et des « brokers »³.

Après la publication du rapport du Comité Macmillan et surtout à partir de l'instauration du Fonds d'égalisation des changes, la Banque d'Angleterre semble avoir commencé à recueillir d'une façon régulière une série d'informations auprès des « Joint stock banks » des banques privées et des banques d'escompte⁴.

3. L'enregistrement des mouvements de capitaux par la Banque des Règlements Internationaux.

Si on peut constater un certain progrès réalisé dans le domaine du relevé des informations statistiques en ce qui concerne la collaboration de la Banque Centrale et les

1. Cf. « Rapport », tableau 9, avec les rubriques suivantes : « Banques de compensation à Londres et Banque d'Angleterre ; dépôts et lettres de change libellées en sterling et acceptations (pour les banques de compensation seulement) pour le compte de l'étranger ».

2. Cf. « Rapport », p. 177, 178, 180.

3. Le comité pour les emprunts extérieurs (Committee on Foreign Loans) fondé au mois d'avril 1935, n'est chargé que d'examiner les nouvelles émissions étrangères.

4. Cf. Kindleberger, *op. cit.*, p. 245.

banques privées, tout reste encore à faire sur le terrain de la collaboration des Banques Centrales entre elles. Pour qu'elles puissent exercer un contrôle sur les fonds à court terme et soient éventuellement capables de leur imprimer des impulsions déterminées, la possession d'une documentation commune est indispensable.

Le professeur Sprague a donné des indications d'ordre technique, qui pourraient être utiles à la réalisation d'un pareil projet, devant la réunion des représentants des Banques Centrales participant à la Banque des Règlements Internationaux et qui s'est tenue à Bâle le 10 mai 1932¹. Le rapport en question considère précisément « les données statistiques concernant les fonds à court terme prêtés à l'étranger, la façon de les recueillir et de les utiliser. » Nous allons d'ailleurs examiner certaines des intéressantes considérations de l'éminent auteur.

La présence des fonds à court terme sur le marché de Londres s'explique par sa grande liquidité. En temps normaux, cette liquidité s'exprime toujours par des taux bas. Or la place de Londres a dû hausser les taux après la guerre à certains moments pour retenir les fonds étrangers ; ce fut un signe de faiblesse. Il est donc recommandable, si l'on veut étudier la situation du marché monétaire à un moment donné à l'aide de données statistiques, d'ajouter aux chiffres indiquant le montant des fonds étrangers, des graphiques comparant les taux d'intérêt en vigueur sur son propre marché à ceux d'autres places importantes. « Tout le problème réside dans la question de savoir si les fonds étrangers avec lesquels opère un marché sont fournis

1. Le Dr. Sprague, un Américain, a été conseiller de la Banque d'Angleterre pour les questions économiques, avant que le Président Roosevelt l'appelât à Washington pour devenir conseiller du Trésor américain. Il donna sa démission en signe de protestation contre la politique monétaire de cette administration. Cf. Sprague, *Recovery and Common-sense*, Londres, 1934.

parce que ce marché est le plus liquide du monde ou parce qu'il offre des taux plus élevés que ceux qui peuvent être obtenus sur d'autres places importantes ».

A côté de son utilité pour la connaissance de la situation générale du marché, le relevé des informations rendra, selon l'opinion du Dr. Sprague, encore des services considérables aux banques elles-mêmes dans l'exercice de leur fonction d'accorder des crédits à l'industrie. Avant la guerre, ces fonds étaient avant tout utilisés pour financer le commerce ; dans ce cas, le risque que courait la banque était relativement limité, car l'entreprise commerciale s'adapte en temps de crise plus facilement à la situation que l'entreprise industrielle, par la réduction de ses opérations.

On peut constater que les montants gardés sous la forme de fonds liquides se sont fortement accrus à l'époque actuelle. La plus grande vitesse des transactions en est une cause ; les délais de transport des marchandises sont moins longs, les modalités de paiement sont plus rapides. Les entreprises doivent donc plus souvent, et pour des sommes plus importantes, recourir à la banque, ceci même dans les cas où elles n'ont pas pu se procurer les fonds nécessaires à leur exploitation par l'émission d'actions ou d'obligations. Dans ces conditions, le pouvoir de contrôle des banques prêteuses devrait être sensiblement augmenté. Or, la complexité et la dimension de certaines concentrations d'entreprises rendent une surveillance de la part des banques extrêmement difficile. Les cas de la « Nordwolle » et de la « Kreuger-Toll » ont suffisamment prouvé la nécessité des informations entre banques. Les trusts que nous venons de mentionner avaient l'habitude d'emprunter sur plusieurs marchés et à plusieurs sources à la fois. Aucun prêteur n'a pu se rendre compte du montant global des emprunts contractés.

M. Sprague propose en outre la création, sur les principaux marchés de ce qu'il appelle un « Département des Crédits » dont l'objet serait de dresser une liste du montant total des emprunts étrangers contractés sur chaque place. Il souligne combien il serait souhaitable de voir la B.R.I. servir d'office de renseignements internationaux qui grouperait toutes les informations transmises par chaque Banque Centrale, en un résumé général et qui serait ensuite mis à la disposition de chacune d'elles. Chaque prêteur pourrait demander d'être renseigné sur le montant total des avances consenties à son emprunteur. Si l'on avait pu disposer au cours des dernières années d'informations de cet ordre, des avantages immenses en auraient été retirés¹.

Section II

La « Hot Money ».

Exposé des faits en considérant plus spécialement les Etats-Unis et la Suisse.

§ 6. La « Hot Money » aux Etats-Unis.

L'envahissement du marché américain par des capitaux européens qui s'est produit avec une violence particulière pendant ces quatre dernières années, est peut-être le phénomène le plus curieux de la vie économique actuelle. Ce mouvement mérite l'attention qu'on lui porte à cause de son importance quantitative, de sa persistance et de son caractère exceptionnel. Il représente un symptôme de

1. Le cas de la « Kreditanstalt » antrichienne est encore dans toutes les mémoires. Il est invraisemblable que l'on aurait mis à la disposition de cet établissement tous les emprunts et dépôts étrangers qui lui ont été apportés, si l'on avait possédé des chiffres mensuels indiquant à intervalle régulier, sa position à cet égard. Cf. Sprague, *ibid*, p. 9.

l'instabilité économique et avant tout monétaire de notre époque et il occupe, cela va sans dire, une position centrale dans le problème que nous traitons. L'existence d'une documentation, sinon complète, tout au moins d'une supériorité absolue en comparaison avec celle qui existe dans les autres pays — nous l'avons constaté dans les pages précédentes —, permet d'étudier plus en détail le phénomène des capitaux migrants sous son aspect spécifiquement américain¹.

La classification géographique des mouvements de fonds étrangers d'après leur provenance, adoptée dans ladite statistique, permet en principe de faire des suppositions quant à la situation des autres marchés pour lesquels on ne dispose pas d'informations directes. Une certaine réserve doit pourtant être faite à ce sujet. La complexité du problème de la « Hot Money » se trouve singulièrement accrue par le fait que les fonds migrants n'atteignent souvent leur pays de refuge que par des étapes interposées. Ainsi, une partie sans doute importante des capitaux provenant d'Angleterre, de Suisse, et de Hollande et enregistrés dans les statistiques officielles comme des capitaux anglais, suisses ou hollandais, n'appartiennent pas aux ressortissants de ces pays. En ce qui concerne particulièrement l'afflux de capitaux aux Etats-Unis pendant les années 1936 à 1937, ce mouvement résulte de la fuite des capitaux qui s'est produite en France durant cette période. Néanmoins, la France n'a participé aux expéditions massives

1. Cf. U.S. *Treasury Department Statistics of Capital Movements*, citées, p. 55, 61 ci-dessus. Cf. également le « *Federal Reserve Bulletin* », 1934-1938 et le « *Trade Information Bulletin* » (E.U. département du commerce) n° 746 et *passim*. Parmi les articles cf. Bratter, *Hot Money, un problème international* « *Foreign Policy Reports* », 15 juin 1937 et « *Revue Economique Internationale* » novembre 1937 ; Hermann, *L'afflux de capital aux Etats-Unis, une contribution au problème de la Hot Money*, « *Die Bank* », février 1938 ; Dr. C. Krämer, *Le capital étranger aux Etats-Unis*, « *Gazette de Francfort* », 29 mai 1938 ; Société d'Etudes et d'Informations économiques, « *Bulletin quotidien* », 4 mars 1938 « *Mouvement de capitaux aux Etats-Unis* », 1935-1938 ».

de capitaux en direction de New-York que pour une part relativement faible. Elle figure par 282 millions de dollars après l'Angleterre (994 millions) et la Suisse (608 millions) dans le mouvement net total des capitaux européens vers les Etats-Unis, de 1935 à fin 1937.

D'autre part, le volume total des capitaux qui ont quitté la France pendant ces années de troubles économiques a été estimé de deux à deux et demi milliards de dollars¹. On doit donc admettre, et l'expérience l'affirme, que les capitaux français se sont infiltrés dans les banques des pays européens, notamment en Angleterre, en Suisse et en Hollande, et ont fourni ainsi de forts contingents parmi les capitaux entrés en Amérique. Il est certain que les fonds transférés de cette manière à New-York représentent surtout des expéditions faites par des banques dans le but d'assurer leur liquidité — c'est le facteur sécurité qui prime tous les autres, cela va sans dire —, mais qui ont également le souci de gagner sur les disponibilités de source étrangère qui leur ont été confiées. Une partie importante des fonds étrangers d'origine européenne a été transféré par l'acquisition de titres américains (1,4 milliard d'un total de 2,7 milliards de dollars entre 1935 et 1937). Ceci s'explique par la perspective de réaliser un gain lors de la reprise des affaires aux Etats-Unis et le désir de faire un placement. Ce sont là deux buts auxquels l'expéditeur original, le particulier français dans ce cas, n'a point songé. Ainsi, il semble difficile d'établir une corrélation stricte entre le mouvement en provenance de certains pays, d'une part, tel qu'il est enregistré par les statistiques, et les événements intervenus sur le marché monétaire de ces pays, d'autre part. Cela ne pourra se faire qu'en considérant le mouvement total durant une période prolongée.

1. Cf. Dr. D. Krämer, article cité.

Avant d'examiner plus en détail l'afflux des capitaux aux Etats-Unis pendant les années 1934 à 1938, il est nécessaire de revoir d'une façon sommaire la situation financière internationale des Etats-Unis en tant que nation débitrice ou nation créditrice avant cette période.

1. *La situation financière internationale des Etats-Unis avant 1934.*

a) *Les Etats-Unis pays débiteur en 1914.* — Le développement économique des Etats-Unis jusqu'en 1914 a été réalisé pour une part importante à l'aide de capitaux européens. Des quantités considérables de titres américains se trouvaient en possession de la Grande-Bretagne et du Continent. Les placements à brève échéance n'étaient pas importants à cette époque, car New-York ne jouait pas encore un rôle important comme marché monétaire¹.

Au début de la grande guerre, la position des Etats-Unis se présente ainsi² :

au débit,

les Etats-Unis doivent à l'étranger
pour ses placements à long terme : \$ 5.000 millions

au crédit,

l'étranger doit aux Etats-Unis pour
leurs placements à long terme³ : \$ 2.350 millions

les Etats-Unis étaient donc en 1914
un pays débiteur jusqu'à concurrence d'un montant de : \$ 2.650 millions

1. Rappelons ce qui a été dit au sujet des crédits commerciaux accordés aux Etats-Unis et le caractère périodique de leur mouvement. Cf. p. 1 (Introduction), p. 19 et 22 (Chap. II) ci-dessus.

2. Cf. Bratter, article cité.

3. Ne comprend pas les placements directs des Etats-Unis à l'étranger qui ne doivent pas être sous-estimés. Madden, Nader et Sauvain, *L'expérience de l'Amérique comme nation créditrice*, N.Y. 1937, p. 39) estiment que l'investissement privé direct dans des entreprises étrangères se chiffrait aux 3/4 du total de l'exportation du capital américain.

b) *La transformation des Etats-Unis en une nation créancière de 1914 à 1918.* — Au cours de la guerre, la situation change complètement; de gros paquets de titres américains furent lancés sur le marché des Etats-Unis par leurs détenteurs étrangers pour financer des acquisitions de matériel de guerre.

Le montant des valeurs américaines
vendues par ces étrangers atteignit ... \$ 2.000 millions

L'augmentation énorme des exportations américaines créa une balance commerciale se présentant largement en excédent. Le surplus des exportations vis-à-vis des importations fut balancé par des emprunts étrangers et par des avances directes consenties par le gouvernement des Etats-Unis aux gouvernements alliés à partir de 1917.

Les emprunts par émissions aux Etats-
Unis entre 1914 et 1918 atteignirent .. \$ 2.707 millions

En ce qui concerne les placements directs de l'Amérique à l'étranger, on ne dispose malheureusement pas d'évaluations concernant l'époque de la guerre.

Les avances gouvernementales aux
gouvernements étrangers durant
l'année 1918 atteignirent le total de.. \$ 7.428 millions

Les placements directs faits aux
Etats-Unis et repris par l'« Alien
Property Custodian » représentèrent
une valeur de \$ 666 millions

Les Etats-Unis deviennent donc à la
suite de la guerre un pays créancier pour
un montant de \$ 12.801 millions

Si l'on tient compte de sa situation
débitrice en 1914, pour une somme de . \$ 2.650 millions

La position nette créditrice des Etats
Unis à la fin de l'année 1918 serait de .. \$ 10.151 millions

Un résumé des Balances des paiements des Etats-Unis du 1^{er} juillet 1914 au 31 décembre 1919 peut illustrer

la manière par laquelle la transformation d'une nation débitrice en une nation créancière a pu se réaliser¹ :

Solde créditeur :

Balances commerciales	\$ 15.974 millions
Intérêts	\$ 750 —
Total des soldes créditeurs	\$ 16.724 millions
Crédits non annoncés ²	\$ 1.508
Total	\$ 18.232 millions

Solde débiteur :

Or	\$ 836 millions
Services	\$ 2.331 —
Exportations de capitaux privés ³	\$ 4.641 —
Avances gouvernementales aux Etats étrangers	\$ 10.424 —
Total	\$ 18.232 millions

Les trois quarts de ces dettes consistant en engagements intergouvernementaux se révélèrent dans la suite comme impossibles à récupérer. Le tableau des transactions commerciales et financières des Etats-Unis pendant la guerre démontre clairement que la position créditrice de l'Amérique a été acquise par l'exportation de marchandises⁴.

c) *Le mouvement des capitaux de 1919 à 1935.* — Après la guerre, la reconstruction des pays belligérants et le développement économique des pays neufs d'outre-mer créent une forte demande de capitaux américains. L'évo-

1. Cf. Madden, Nader, Sauvain, *op. cit.*, p. 49.

2. Une grande partie des « crédits non rapportés » peut probablement être attribuée à l'augmentation des dépôts en banque et d'autres mouvements de fonds à court terme, transférés aux Etats-Unis par des banques européennes.

3. Comprenant le rapatriement des titres américains.

4. Ce fait permet de tirer des conclusions intéressantes quant au remboursement des dettes ainsi créées et à l'attitude que les Etats-Unis devraient adopter lors de la discussion du problème des dettes de guerre.

lution des emprunts extérieurs, depuis l'armistice au commencement de la crise se reflète dans le tableau qui suit ¹.

Mouvement des capitaux privés à longue échéance aux Etats-Unis
Exportations (—); Importations (+)
En millions de dollars

Année	Importations de capitaux	Exportations de capitaux	Mouvement net
1919	515	891	— 376
1920	571	1.400	— 829
1921	303	974	— 671
1922	294	1.011	— 717
1923	435	434	+ 1
1924	364	966	— 602
1925	551	1.038	— 487
1926	1.326	1.928	— 602
1927	1.609	2.332	— 723
1928	2.591	3.253	— 662
1929	2.328	2.464	— 136
1930	2.161	2.428	— 267

A partir de 1930, les emprunts étrangers diminuent, et déjà en 1931, nous pouvons constater le renversement du mouvement des capitaux à long terme. Depuis cette époque, les acquisitions de titres américains par des étrangers et les placements étrangers aux Etats-Unis dépassent les émissions étrangères souscrites par les Américains et les placements à long terme des Américains à l'étranger. Cela est démontré par la continuation du tableau ci-dessus :

Année	Importations de capitaux	Exportations de capitaux	Mouvement net
1931	1.520	1.301	+ 219
1932	862	645	+ 217
1933	1.505	1.456	+ 49
1934	1.160	958	+ 202
1935	1.991	1.529	+ 462
1936	3.475	2.717	+ 758

Lorsqu'on résume le mouvement des capitaux — mouvement privé et public — à l'exclusion des changements dans la balance des fonds à court terme, pour la période

1. Département du commerce « La Balance des paiements internationaux des Etats-Unis en 1935 et en 1936 ».

de 1914 à 1935, la situation internationale financière des Etats-Unis se présente ainsi :

Situation nette créditrice fin 1918	\$ 10.151 millions
Exportation nette des capitaux gouvernementaux, 1919 à 1921	\$ 2.107 millions
Exportation nette des capitaux privés, 1919 à 1930	\$ 6.071 millions
Total des exportations de capitaux	\$ 18.329 millions
Importation nette des capitaux privés, 1931 à 1935	\$ 1.149 millions
Position nette créditrice à longue échéance à la fin de 1935	<u>\$ 17.180 millions</u>

d) *Le retrait des fonds étrangers à court terme de 1929 à 1933.* — En ce qui concerne les mouvements de fonds bancaires à court terme, on ne dispose d'évaluations à peu près exactes qu'à partir de la période commençant au mois de mai 1929. Les exportations de capitaux à longue échéance dont le renversement ressortant des soldes nets de la Banbalance des paiements, date de 1930, sont déjà remplacés en 1929 par un mouvement d'exportation de fonds à court terme qui durera jusqu'en 1934, année de la stabilisation du dollar. Le « Federal Reserve Bulletin » du mois de mai 1937 fournit des indications utiles quant aux chiffres indiqués par la « Federal Reserve Bank » de New York ; ces chiffres concernent le mouvement international des fonds bancaires durant la période de 1929 à 1934.

A partir de 1929, les engagements étrangers à court terme des Etats-Unis diminuent rapidement en raison des retraits de fonds bancaires étrangers à court terme et à cause de la diminution des avances étrangères faites aux « brokers » américains, pour atteindre un minimum en 1933. Le reflux des fonds étrangers pendant cette époque se chiffre à environ deux et demi milliards de dollars, chiffre énorme

qui sera encore dépassé lors de l'afflux des disponibilités dans les années suivantes. Voici les estimations de la Banque Fédérale de New-York :

Tableau montrant les retraits des fonds bancaires étrangers aux Etats-Unis de 1929 à 1933
(en millions de dollars)

Année	Total	Dépôts	Avances, placements à court terme etc...	Crédits d'acceptation
1929	3.037	1.662	1.340	35
1930	2.737	1.640	1.082	15
1931	1.465	1.025	420	20
1932	870	715	145	10
1933	487	389	83	15
1934	573	480	80	13

Après 1930, les Etats-Unis commencent de leur côté à liquider leurs actifs étrangers et leurs retraits de fonds placés à l'étranger se poursuivent bien au-delà de l'année 1933 ; l'insolvabilité des pays débiteurs en est une des causes. Les chiffres, qui sont enregistrés depuis 1934 sur une base plus large et en dollars dévalués, ont été ajustés pour permettre la comparaison.

Retraits des fonds bancaires américains à l'étrangers 1929 à 1936
(en millions de dollars)

Année	Total	Dépôts	Avances, placements à court terme etc...	Crédits d'acceptation
1929	1.617	210	523	884
1930	1.802	294	629	879
1931	1.239	113	677	449
1932	1.053	144	567	342
1933	1.082	250	461	371
1934	976	288	451	237
1935	762	91	496	175
1936	657	104	395	158

L'examen de la balance des dettes et créances à court terme révèle que l'endettement à court terme des Etats-Unis qui fut de 1,4 milliards de dollars encore en 1929, s'est changée en position active, se chiffrant à six cent millions de dollars à fin 1933. Ce résultat a été possible,

parce que les retraits des fonds étrangers dépassèrent de loin la liquidation des actifs américains à l'étranger.

**Situation nette de l'endettement des Etats-Unis à court terme
de 1929 à 1934**

(en millions de dollars)

Situation active (+); Situation passive (—)

Année	Passif total	Actif total	Situation nette
1929	3.037	1.617	— 1.420
1930	2.237	1.802	— 435
1931	1.465	1.239	— 226
1932	870	1.053	+ 183
1933	487	1.082	+ 595
1934	573	976	+ 403
1935	1.200	762	— 438

2. L'afflux des fonds étrangers depuis 1934.

La sortie des fonds étrangers du territoire des Etats-Unis cesse nettement au mois de janvier 1934. La proclamation de la dévaluation et sa mise en exécution par « l'Acte sur les réserves d'or »¹ du 31 janvier 1934 donne le signal de départ pour le revirement du courant des disponibilités étrangères, qui se dirigeront dès maintenant en direction de l'Amérique sans interruption notable jusqu'au mois de septembre 1937.

a) *L'année 1934* marque en effet un changement important dans l'histoire financière contemporaine. C'est en cette année que l'ambiance déflationniste, qui avait régné dans la plupart des pays depuis 1920 et qui avait dégénéré en crise générale à partir de 1929, tend à disparaître. A la fin de l'année 1933, les monnaies des pays du bloc-or subissent une forte pression par l'adoption de la nouvelle politique d'achat de l'or, préconisée par le Président Roosevelt au mois d'octobre 1933. Les autorités américaines déclarent vouloir acheter de l'or à un prix supérieur au prix mondial,

1. Le « Gold Reserve Act » fixe la valeur du dollar à 15,5/21 grains d'or fin. Le dollar est de ce fait dévalué à 59,06 % de sa valeur ancienne ; 35 dollars s'échangent dès lors contre une once (20.67 dollars = 1 once : ancienne parité).

ce qui signifie une dépréciation sans précédent de leur monnaie. En France notamment, les craintes quant à la situation budgétaire et quant à l'avenir du franc provoquent des retraits considérables de dépôts étrangers qui avaient atteint précédemment le chiffre exceptionnel de 7,5 milliards de francs. On estime la valeur du mouvement des fonds bancaires — convertis pour la plus grande partie en or auprès de la Banque de France et expédiés ensuite aux Etats-Unis — à quatre milliards pour la période du mois d'août 1933 au mois de mars 1934¹. Si la réserve de la Banque de France s'accroît tout de même de plus de quatre milliards pendant l'année 1934, ceci doit être imputé aux efforts déployés par ses autorités dans la seconde moitié de l'année pour augmenter sa liquidité en raison de l'incertitude politique².

Aux Etats-Unis, l'année 1934 contribue à gonfler le stock-or. En ne tenant pas compte des bénéfices de la réévaluation, d'un montant de 2,8 milliards, l'augmentation nette est de 1,4 milliards de dollars dont 1,13 milliard est de l'or importé³. Les changements dans les engagements et les dettes à court terme entre les Etats-Unis et l'étranger ne semblent pas être notables pour autant que l'on puisse se fier aux données encore incomplètes dont on dispose pour l'année 1934⁴. L'entrée des fonds étrangers est estimée à 86 millions et celle des fonds américains à 116 millions de dollars⁵. La situation nette des engagements et des créances à court terme reste active.

b) En 1935, la situation des pays du bloc-or devient précaire. Le Belga est dévalué le 1^{er} avril ; en France, le

1. Cf. S.D.N. « *Les Banques Commerciales* », 1929 à 1934, p. 51.

2. V. appendice statistique, tableau VI, p. 176.

3. Cf. F.R. *Bulletin*, 1937, p. 79.

4. Les statistiques du département du Trésor ne couvrent que la période commençant en décembre 1934.

5. Cf. F.R. *Bulletin*, mai 1937.

gouvernement Laval essaie par de nombreuses mesures d'ordre déflationniste d'assurer l'équilibre budgétaire et d'empêcher par ce moyen la fuite des capitaux indigènes. Ceux-ci s'empressent en effet de suivre les retraits de fonds étrangers, c'est-à-dire de quitter les pays du bloc-or¹. la Banque de France perd au cours de l'année une partie importante de sa réserve d'or. Cet or, ainsi que les pertes de métal jaune, subies par les Banques nationales suisse et hollandaise enrichissent le stock-or des Etats-Unis².

L'augmentation des avoirs étrangers à court terme contre les Etats-Unis prend une allure précipitée en 1935. Le volume des capitaux étrangers dans les banques américaines double au cours de l'année et atteint une importance qu'il n'avait plus eue depuis le mois de mars 1932. Une partie considérable des capitaux européens qui affluent est d'ailleurs utilisée à la Bourse de New-York. L'acquisition de titres américains promet de nouveau de devenir un excellent placement à cause de la politique reflationniste adoptée par le Président Roosevelt et aussi à cause de l'essor que prend l'industrie du réarmement³.

1. Les retraits de capitaux français ont lieu à deux reprises, au mois de mai et au mois de novembre de l'année 1935. Dans les deux cas, le taux de l'escompte est élevé de 2 à 6%.

2. Rapport de la B.R.I. (6^e) p. 41.

3. Pour illustrer la faveur croissante dont les titres américains jouissent auprès du public européen, la B.R.I. (6^e rapport, p. 47) donne des indications concernant le nombre des actions de la « U. S. Steel Corporation » détenues par les étrangers :

en milliers d'actions				
Année	Anglais	Hollandais	Autres étrangers	Total
1929	38	42, 5	101, 5	182
1934	150	157	113	420
1935	191	186	128	505

Le mouvement ascendant des affaires aux Etats-Unis, lequel offre un grand attrait pour le capitaliste étranger, s'exprime par la hausse des principaux indices :

prix de gros	82, 7 à 84, 2
production industrielle	76, 7 à 87, 4
production de machines	42, 4 à 61, 3
industrie de l'automobile	77, 0 à 93, 3
actions industrielles	43, 0 à 58, 0

Une grande partie des fonds migrants en provenance du Continent passe d'abord par le marché de Londres avant de s'engager à New-York. Mais en faisant abstraction des pays du groupe sterling pour lequel Londres est le centre naturel, les actifs étrangers à court terme détenus sur ce marché n'augmentent pas beaucoup en 1935. Londres reste en outre le centre international pour le commerce de l'or et des matières premières en général. Le marché de Londres-participe plus que les autres places aux fluctuations du commerce international, d'une part, et aux variations effectuées par les banques d'émission étrangères dans la composition de leurs portefeuilles de devises, d'autre part. C'est à cause de ces circonstances que l'on doit juger avec prudence le caractère de la masse des disponibilités entrées à Londres durant l'année 1935, car celles-ci ne représentent pas dans leur totalité des capitaux proprement en fuite.

L'incertitude politique et l'instabilité monétaire sont à la base des mouvements de capitaux à destination des Etats-Unis, quoique la perspective de la hausse américaine ait certainement contribué à déterminer le choix du pays de refuge. Le dollar, dévalué à 59 % de sa valeur ancienne promet une grande sécurité en comparaison avec celle offerte par les monnaies européennes. Le rapatriement des avoirs américains à l'étranger continue en 1935. La valeur des actifs étrangers détenus par des Américains diminue de 1617 millions en 1929 à 762 millions de dollars à la fin de 1935. La balance des engagements à court terme se présente en défaveur des Etats-Unis pour un montant de 450 millions environ à cause de l'afflux des avoirs étrangers à court terme. L'entrée nette enregistrée des capitaux étrangers se chiffre à 1,4 milliards de dollars, soit 950 mil-

lions environ de fonds bancaires et 450 millions employés dans les transactions boursières¹.

Néanmoins, la position nette des revenus des placements à l'étranger paraît demeurer largement créditrice selon les estimations des experts². Voici comment la situation du pays est jugée au mois de décembre 1935, après une année où l'afflux continu des fonds étrangers et la hausse des titres américains en possession des étrangers devraient peser lourdement sur la balance des revenus extérieurs :

	<u>Au 31 décembre 1935,</u> <u>en millions de dollars</u>	
Recettes :		
Intérêts sur les obligations étrangères possédées par les Américains ..	188	
Revenus provenant de placements directs à l'étranger	320	
Bénéfices de placements à court terme à l'étranger	13	
Total		521
Dépenses :		
Intérêts sur les obligations américaines possédées par les étrangers ...	22	
Revenus des étrangers à raison de placements directs aux Etats-Unis ..	35	
Dividendes sur actions américaines possédées par des étrangers	63	
Revenus des étrangers provenant d'autres placements à long terme aux Etats-Unis	25	
Paievements aux étrangers à raison de placements à court terme aux Etats-Unis	1 ³	
Total		146
Situation nette créditrice de la balance des revenus extérieurs		375

1. Cf. F.R. *Bulletin*, 1937, p. 399. V. appendice statistique, tableau I.

2. Cf. Rapport de Draper (Secrétaire du Commerce) relatif à la situation créditrice des Etats-Unis, publié dans « *Foreign Investments in the U.S.* » par Taylor (Division des Finances), circulaire du 5 juin 1936.

3. Plus de 85 % des avoirs étrangers à court terme consistent en dépôts à vue pour lesquels aucun intérêt n'est versé, selon les dispositions du « Banking Act », de 1933.

c) *L'année 1936* est une année de difficultés monétaires pour les pays du bloc-or ; les trois principaux, la France, les Pays-Bas et la Suisse doivent céder finalement à la pression que leur avait infligé la fuite des capitaux à diverses reprises depuis 1931, année de la dévaluation de la livre. La diminution rapide de l'encaisse-or montre la violence des attaques contre les devises de ces pays¹. En France, la situation se trouve aggravée par des difficultés de trésorerie. Le plafond des émissions de bons du Trésor est doublé en comparaison avec son niveau du mois de janvier 1935, et la Banque de France accroît ses opérations d'escompte ; son portefeuille de bons du Trésor monte à 13,8 milliards. Ces événements augmentent les craintes au sujet de la stabilité du franc et engagent la spéculation à prendre position à la baisse sur le change national à partir du mois de mars 1936. De nouveaux retraits d'or de la Banque de France pendant la seconde quinzaine d'août et pendant le mois de septembre amènent le gouvernement à décider la dévaluation du franc français après avoir conclu un accord monétaire avec les gouvernements des Etats-Unis et d'Angleterre. La Suisse et la Hollande suivent l'exemple français dans l'espace de quelques jours.

Le mouvement des capitaux en direction des Etats-Unis continue sur une vaste échelle pendant l'année 1936, bien qu'il n'atteigne pas tout à fait l'importance qu'il avait en 1935². Les retraits des fonds bancaires précédemment exportés aux Etats-Unis de la part des pays dévaluateurs sont sûrement la cause de ce léger recul.

Par contre, il y a lieu de constater que le retrait des fonds français, hollandais et suisses après le mois de sep-

1. V. appendice statistique, tableau VI.

2. Les importations nettes des capitaux aux Etats-Unis se chiffrent à 1.411 millions de dollars en 1935, et à 1.195 millions en 1936.

tembre, époque des dévaluations respectives, n'est pas assez considérable pour causer une modification décisive du mouvement net des capitaux vers les Etats-Unis¹. Ceci permet de tirer la conclusion qu'une partie des fonds à court terme placés en dépôts bancaires ne représente pas précisément des capitaux réfugiés, mais des fonds de roulement habituellement conservés à l'étranger². L'amélioration du commerce international permet d'expliquer la présence d'un certain nombre de ces dépôts.

D'autre part, le mouvement des titres arrive à un maximum en 1936 en dépassant le montant qu'il avait atteint en 1935³. Même lorsque les fonds bancaires détenus par des étrangers restent stationnaires ou diminuent dans une certaine mesure, comme ce fut le cas après la dévaluation des monnaies du bloc-or, les transactions boursières exécutées pour le compte des ressortissants de ces derniers pays augmentent. Le tableau des *acquisitions nettes des titres aux Etats-Unis pour le compte d'étrangers* démontre ce développement⁴.

Valeurs cumulatives depuis janvier 1935
(en millions de \$)

Date	Total de tous les pays	France	Pays-Bas	Suisse
1936				
août	817,6	59,0	120,2	137,7
sept.	905,4	59,2	130,9	153,7
oct.	1.071,5	67,2	148,0	175,2
nov.	1.179,2	73,8	161,3	199,1

Il semble donc, vu le caractère soutenu du mouvement des titres, que l'idée d'opérer des *placements* détermine

1. V. appendice statistique, tableau I à IV, p. 166 et suiv.

2. Cf. 7^e rapport de la B.R.I., p. 69.

3. Le mouvement net des titres entre les Etats-Unis et l'extérieur se chiffre à 442 millions de dollars en 1935, et à 792 millions en 1936.

4. Cf. U.S. Treasury Department, « Statistics of Capital Movements ».

V. appendice statistique, tableau V, p. 174.

souvent les fluctuations du courant des capitaux vers les Etats-Unis, même à des moments où l'opinion générale attribue à ce phénomène le caractère d'une fuite de capitaux¹. Il reste à savoir si le mouvement des fonds investis dans des titres est moins susceptible d'un retrait subit que les fonds bancaires. En se rapportant aux expériences de la crise, pendant laquelle beaucoup de placements étrangers n'ont pas bougé, le « *Fédéral Reserve Bulletin* » se montre assez optimiste en ce qui concerne le retrait des fonds étrangers du marché des valeurs américaines. Cette manière de voir semble être confirmée dans la suite par les événements de la période de fin 1937 au début de 1938, pendant laquelle un retrait des fonds bancaires se produit parallèlement à une légère augmentation des acquisitions de titres pour le compte d'étrangers. Il n'en reste pas moins que le caractère durable de ces placements doit être considéré comme hypothétique.

En ce qui concerne la provenance des capitaux entrés aux Etats-Unis du début de 1935 jusqu'à la dévaluation au mois de septembre 1936, il est intéressant de faire une comparaison entre les chiffres indiquant la grandeur et l'origine de ce mouvement et les estimations qui ont été faites pour évaluer l'importance des exportations de capitaux français pendant cette période. Dans les statistiques du Trésor américain, l'importation nette des capitaux en provenance de la France est enregistrée pour un montant de 201,9 millions de dollars, dont 128,4 sous forme de fonds bancaires et 73,5 sous forme d'achats de titres². Ceci équivaut à un montant de 31 milliards de francs — Poincaré environ. Il est évident que cette somme est loin d'englober la totalité des capitaux qui ont quitté la France pendant

1. Cf. « *F.R. Bulletin* », juillet 1936.

2. V. appendice statistique, Tableau I et IV, p. 166, 172.

ces 21 mois. La seule perte d'or de la Banque de France se chiffre déjà à 32 milliards pour la période en question¹, auxquels on doit ajouter 5 milliards de crédits accordés par l'étranger. Les retraits des capitaux étrangers, la thésaurisation de l'or en France et le solde passif de la Balance des comptes sont évalués à 14 milliards à peu près². Si on déduit cette somme du chiffre de 37 milliards résultant de l'addition de 32 milliards de sorties d'or et de 5 milliards de crédits accordés par l'étranger, il reste un montant de 23 milliards ou de 1.500 millions de dollars qui représenterait l'exportation « extraordinaire » des capitaux français durant la période envisagée. Comme nous avons dû le constater au début de ce paragraphe, une partie importante de l'exode de capitaux français a pris la direction de pays tels que l'Angleterre, la Suisse et la Hollande, qui de leur côté se sont chargés d'opérer le transfert de fonds à New-York ; la quote-part de ces pays au mouvement total a de ce fait augmenté hors de proportion. Comparé avec l'exportation des capitaux français de 1924 à 1926, le mouvement de 1935 à septembre 1936 semble de moindre importance, mais il donne lieu à des conséquences d'autant plus graves qu'aucun solde actif de la Balance des comptes ne se prête à faciliter le transfert des fonds indigènes à l'étranger (comme ce fut le cas lors de la première période).

d) *L'année 1937* se divise, en ce qui concerne le mouvement international des disponibilités liquides, en deux parties qui se distinguent nettement l'une de l'autre par la direction que les capitaux prennent dans leurs migrations. Jusqu'au mois de septembre, l'afflux des capitaux étrangers aux Etats-Unis continue avec une ampleur considérable. Le mouvement net est de 1.305,2 millions de dollars pendant

1. V. appendice statistique, Tableau VI, p. 176.

2. Cf. 7^e rapport de la B.R.I., p. 73.

les neuf premiers mois de l'année, il dépasse donc le chiffre de 1935 sans atteindre celui de 1934.

L'explication de cet afflux continu et croissant doit encore être cherchée dans les événements qui se produisent sur le marché français qui reste le centre des perturbations dans le domaine des mouvements de disponibilités à court terme. Une amélioration passagère de la devise nationale au printemps est suivie d'une nouvelle fuite de capitaux, laquelle se trouve aggravée au mois d'avril par le « gold scare ». Or, des rumeurs se font entendre à cette époque, relatives à une augmentation de la teneur-or du dollar — mesure envisagée par les autorités américaines pour lutter contre l'envahissement du marché par de grosses quantités de métal jaune. Le franc ne retarde pas son mouvement vers la limite inférieure imposée par la dévaluation du 1^{er} octobre 1936. Un décret supprime cette limite qui avait fixé le contenu du franc à un poids pouvant osciller entre 43 et 49 mmgr. d'or. Une partie considérable de l'exportation des capitaux qui constitue elle-même la cause de la baisse du franc, doit son origine à l'expansion des crédits de la Banque de France. Pendant l'année 1937, le gonflement artificiel du pouvoir d'achat, lequel est utilisé pour l'acquisition de devises étrangères, est estimé à 15 milliards de francs¹. Au mois d'octobre, la baisse semble se terminer après avoir atteint le cours de 150 fr. pour la livre sterling. Une tendance vers le rapatriement des capitaux se fait sentir. C'est à ce moment que se produit un changement que nous avons déjà pu discerner en envisageant les statistiques des mouvements de capitaux en direction des Etats-Unis. Au cours du dernier trimestre de 1937 on assiste en effet, à une modification du courant

1. Cf. 8^e rapport de la B.R.I., p. 77.

des capitaux étrangers qui s'étaient dirigés vers les Etats-Unis, sans interruption, depuis la dévaluation du dollar au mois de janvier 1934.

Le départ des capitaux étrangers correspond à la diminution des fonds bancaires. Le portefeuille des titres américains en possession des étrangers se trouve au contraire accru pendant cette période. Les retraits des étrangers de leurs dépôts auprès des banques américaines se chiffrent à 644 millions de dollars en trois mois (octobre à décembre). Les nouvelles acquisitions sur le marché américain de titres pour compte étranger sont de 127 millions pendant cette même période. Un montant de 517 millions de dollars doit donc être transféré, ce qui se fait en partie par des achats importants de marchandises de la part de l'étranger¹. Le retrait des fonds étrangers qui commence en automne 1937 peut être imputé en partie à certains mouvements saisonniers. Notamment, les avoirs en dollars détenus par les pays de l'Amérique du Sud diminuent d'habitude à la fin de la saison au cours de laquelle ont lieu leurs exportations principales, donc à l'époque où ces pays utilisent leurs dépôts étrangers au remboursement de leur dette extérieure. En outre, des prêts accordés à l'Angleterre et au Canada pour un montant de 69 millions de dollars sont la cause de l'accroissement des retraits de la part des pays étrangers à la fin de 1937. Mais le fait que ce mouvement continue sur une vaste échelle au début de 1938 et que les principaux pays effectuant des retraits sur le marché américain ne font pas partie de la catégorie ci-dessus mentionnée, permet de croire que le mouvement des fonds liquides, d'origine européenne, vers les Etats-Unis, a momentanément atteint son maximum d'extension.

1. Cf. 8^e rapport de la B.R.I., p. 74.

Comme en 1936, les capitaux migrants s'arrêtent passagèrement sur le marché de Londres¹, mais l'accroissement pendant la première moitié de 1937 et la diminution pendant la seconde moitié de l'année des avoirs étrangers à court terme sur ce marché doivent leur origine à la fluctuation générale du commerce international, à des variations des prix des matières premières et aux changements des actifs étrangers des pays faisant partie du bloc sterling. Les capitaux migrants, bien qu'ils influencent certainement d'une manière effective le cours du change de la livre, sont par contre de moindre importance pour ce qui concerne l'endettement à court terme de la place de Londres pour autant qu'on peut en juger sur la base des renseignements incomplets dont on dispose.

§ 7. *La Hot Money en Suisse*²

Le marché suisse constitue actuellement un centre d'attraction pour une partie importante des capitaux migrants. L'afflux extraordinaire des fonds étrangers sur ce marché ne s'explique ni par le rôle joué par ce dernier dans le domaine du commerce international, ni par sa fonction comme centre de la spéculation internationale. C'est ce phénomène qui nous prouve d'une façon non équivoque que la grande masse des capitaux qui se trouvent

1. La B.R.I. estime dans son 8^e rapport que 60 % des achats et des ventes de dollars par les banques américaines se sont opérés contre des livres sterling.

2. Le problème de la Hot Money en Suisse est à peine mentionné dans la littérature économique. On trouve des allusions fréquentes quant à l'importance de la question dans les rapports de la B.N.S. des deux ou trois dernières années et dans les discours des directeurs des institutions bancaires importantes du pays tenus à l'occasion des assemblées générales de leurs maisons. Parmi les articles, cf. : Pauls, *Heisses Geld in der Schweiz*, « Bank Archiv », 1^{er} avril 1938, *La Suisse et le capital en fuite*, dans « Währung und Wirtschaft », février 1938, *La Suisse et sa défense contre les capitaux en fuite*, dans la « Gazette de Francfort » du 14 novembre 1937 ; Jenny, *La guerre aux capitaux vagabonds*, dans le « Temps », du 22 novembre 1937, etc...

« en route » de nos jours font partie de la catégorie des mouvements de sécurité. Ce sont des fonds dont les mouvements ne sont ni basés sur la recherche d'un « gain en capital », ni sur la réalisation d'un bénéfice résultant d'une variation du cours des changes ou d'une fluctuation en bourse.

1. *Le mouvement des capitaux à court terme en Suisse depuis 1931 jusqu'à la dévaluation en 1936.*

L'afflux des disponibilités en Suisse durant les années 1936 et 1937 n'est pas le premier exemple d'un mouvement de sécurité vers ce pays. Déjà en 1931, lorsque la confiance dans les principales devises, en particulier la réputation traditionnelle de la livre sterling se trouva ébranlée, l'arrivée brusque des fonds étrangers changea complètement la situation de la Banque Nationale dans l'espace de quinze mois. L'encaisse-or passa de 650 millions à 2.650 millions environ, les engagements à vue atteignirent presque neuf fois la valeur qu'elles avaient précédemment et la circulation des billets doubla à peu près¹. Aux capitaux affluant pour des raisons monétaires, s'ajoutèrent les capitaux suisses qui ne trouvèrent plus d'emplois en investissements dans le commerce et l'industrie à l'étranger, au moment où la déflation fit sentir ses effets.

A partir de 1933, commence la déchéance définitive du bloc-or, laquelle suit de peu la dévaluation du dollar. Les

1. Situation de la Banque Nationale Suisse
d'après le *Bulletin Mensuel de la B.N.S.*,
(en millions de francs suisses or)

Date	Encaisse or	Devises	Circulation des billets	Autres engagements à vue
1931 mai	642,8	310,0	989,8	146,7
1932 août	2.643,6	59,3	1.560,9	1.202,4

capitaux qui s'étaient dirigés vers la Suisse pendant la période précédente, recherchent la sécurité en se convertissant en or.

Subséquemment, l'encaisse-or de la Banque Nationale subit de lourdes pertes et cela à deux reprises, une première fois pendant le second trimestre de 1933, pour un total de 1.200 millions de francs-or. La dévaluation du mois de septembre 1937 tombe à une époque qui ne se distingue pas par des changements notables de l'endettement à court terme de la Suisse vis-à-vis de l'étranger ; elle est plutôt une mesure prise pour le développement de l'exportation des marchandises, et elle découle de considérations relatives à la situation dépendante du pays au point de vue international.

2. L'afflux des capitaux en Suisse après la dévaluation.

Après la dévaluation, la situation sur le plan des mouvements de fonds à court terme change brusquement. Mesuré d'après les variations indiquées dans les bilans des banques suisses, le reflux des capitaux indigènes et l'afflux des fonds étrangers se présentent comme suit¹ :

Pendant le dernier trimestre de 1936 et le premier trimestre de 1937, l'encaisse-or passe de 1,5 à 2,7 milliards et les engagements à vue de la Banque nationale montent de 450 millions environ à 1,4 milliards. Au début de 1937, une reprise des exportations de capitaux à destination des Etats-Unis se fait sentir. Pendant le second trimestre, la Suisse, comparée aux autres pays, se trouve en tête de ce mouvement ; l'afflux des capitaux suisses aux Etats-Unis sous forme de fonds bancaires se chiffre à 250 millions de dollars contre 150 millions qui viennent d'Angleterre. Pendant le troisième trimestre de 1937, le mouvement en

1. Cf. *Bulletins mensuels de la B.N.S.* et l'appendice statistique, tableau X VI et VII), p. 179, 176, 177 ci-dessous.

provenance de la Suisse continue pour la valeur de 120 millions de dollars contre 30 millions venant d'Angleterre, qui était le principal exportateur de fonds en direction des Etats-Unis au cours des années antérieures¹.

L'accroissement des avoirs suisses détenus à l'étranger correspond à la « fuite devant l'or » qui se produit en ce moment. La Banque Nationale convertit une partie de son encaisse-or en devises². ce qui, joint à l'exode des fonds privés que nous venons de constater, provoque une légère diminution de l'encaisse-or pendant l'été 1937 et un ralentissement de son augmentation prise pour toute l'année. Les engagements à vue ne cessent pas de s'accroître (sauf au mois de juillet) et se chiffrent à 1,7 milliard à la fin de l'année. Au mois de septembre 1937, lorsque le revirement dans le mouvement des capitaux entre les Etats-Unis et l'Europe se produit, la Suisse se trouve de nouveau en tête avec un reflux de 130 millions de dollars contre 110 pour l'Angleterre et 80 pour les Pays-Bas jusqu'à la fin de l'année.

L'envahissement continu du marché suisse par des capitaux venant de l'étranger amène les banques suisses à conclure au mois de novembre un gentlemen's agreement, par lequel ces institutions essayent de restreindre le mouvement par l'élévation d'obstacles à l'encontre des dépôts bancaires détenus par les étrangers et de la thésaurisation des billets de banque³. En dépit de ces mesures et malgré une sortie de 200 millions de francs, empruntés par les chemins de fer français sur le marché suisse, l'abondance des disponibilités ne se trouve pas diminuée. Les engagements à vue de la Banque Nationale passent de 1,7 milliard à la fin de 1937, à 1,95 milliard au mois d'avril 1938,

1. Cf. appendice statistique, tableau IV, p. 172.

2. Cf. appendice statistique, tableau VII, p. 177.

3. Cf. Chap. V, § 3, p. 152 ci-dessous.

ceux des grandes banques suisses de 1,4 à 1,7 milliard pendant le même période ; une légère régression intervenant à la fin de 1937 s'explique probablement par l'introduction des mesures préconisées par le gentlemen's agreement.

L'afflux des capitaux étrangers dans un pays et le reflux des disponibilités indigènes, exerce peut-être son effet le plus troublant pour l'économie nationale par la baisse des taux d'intérêts sur le marché-refuge. L'envahissement du marché suisse par les fonds étrangers créa une offre de disponibilités qui dépassa de loin la capacité d'absorption du pays, laquelle se trouve aujourd'hui encore davantage limitée par l'absence des prêts extérieurs. En plus, l'acquisition de valeurs mobilières de la part des importateurs de fonds, amène la hausse des cours en bourse et contribue par là à diminuer le rendement des capitaux. Le tableau suivant montre le développement des principaux taux en Suisse pendant la dernière période d'afflux des capitaux :

Taux d'intérêts en vigueur en Suisse et rendement de 12 emprunts de la Confédération et des Chemins de Fer Fédéraux¹

Date	Argent au jour le jour à Zürich	Taux d'escompte officiel	Rendement de 12 obligations	Bons de caisse Grandes banques	Dépôts en caisse d'épargne	1 ^{re} Hypothèque Banque cantonale Zürichoïse
1936						
juin	2,5	2,25	4,91	4,00	3,08	4,00
sept.	1,5-2	1,98	4,58	3,80	3,08	4,00
déc.	1	1,25	3,55	3,20	3,08	4,00
1937						
janv.	1	1,50	3,56	3,20	3,04	4,00
mars	1	1,50	3,52	3,20	3,04	4,00
juin	1	1,50	3,41	3,10	3,00	4,00
sept.	1	1,50	3,31	3,05	2,96	4,00
déc.	1	1,50	3,22	2,90	2,96	4,00
1938						
janv.	1	1,50	3,17	2,80	2,87	3,98
mars	1	1,50	3,25	2,80	2,79	3,85
juin	1	1,60	3,19	2,80	2,71	3,75
sept.	1	1,50	3,61	2,80	2,60	3,73
oct.	1	1,50	3,38	2,80	2,58	3,73

1. Cf. *Bulletins mensuels de la B.N.S.*

De telles fluctuations créent surtout pour les compagnies d'assurance des difficultés indéniables notamment dans le calcul du rendement, dans l'établissement des primes et des réserves mathématiques.

Un autre problème se pose pour la Suisse comme d'ailleurs pour tout pays qui sert de refuge aux capitaux étrangers : c'est celui des frais qu'entraîne pour la Banque Nationale le maintien d'une grande liquidité. Cette liquidité ne s'est jamais trouvée menacée, les engagements à vue de la Banque Nationale, comprenant la circulation des billets, ont été couverts à plus de 100 % par le stock-or et l'or se trouvant dans le Fonds d'égalisation du change. Le maintien d'une si forte réserve peut comporter, à part les frais de garde et les sacrifices découlant du défaut de rendement, un certain risque pour la Banque Centrale. On se souvient que la menace d'une diminution du prix de l'or de la part des autorités américaines fut à la base d'une fuite devant ce métal en été 1937. La direction de la Banque s'occupa alors des mesures qui pourraient empêcher les pertes résultant d'un retrait des fonds étrangers après une dévaluation éventuelle de l'or, comme il en fut question à ce moment, et c'est dans ce but semble-t-il, que l'augmentation de la réserve de devises fut décidée par les autorités¹. Etant admis qu'elle eût sérieusement pu se produire, une dévaluation de l'or eût été évidemment néfaste dans ce sens-qu'une augmentation de 25 % du contenu or des principales devises eût causé une perte de 800 millions de francs sur un total de 3.200 millions comprenant la réserve-or et le Fonds d'égalisation des changes.

En ce qui concerne l'endettement à court terme de la Suisse, vis-à-vis de l'étranger, nous sommes malheureusement obligés de nous en tenir à des estimations parfois

1. Cf. appendice statistique, tableau VII, p. 177.

bien divergentes. Le Professeur Bachmann déplore encore dans son dernier rapport devant l'assemblée générale de la Banque Nationale, l'imperfection des renseignements relatifs à la Balance des Paiements de la Suisse et en particulier de ceux concernant la provenance des capitaux qui ont afflué auprès des banques suisses après la dévaluation¹. L'établissement par la Banque Nationale d'une statistique englobant les dépôts bancaires d'origine étrangère est vivement recommandé. En outre, la thésaurisation des billets de la part des étrangers, les placements directs, ainsi que l'acquisition des titres et des contrats d'assurance provenant de la même source jouent un rôle important dans le mouvement total des disponibilités étrangères en Suisse. On devrait disposer également d'évaluations exactes concernant toutes ces dernières catégories.

Des estimations ont été faites sur la quote-part des étrangers dans le total des fonds bancaires en Suisse; d'après ces évaluations les engagements de cette nature seraient de 10 à 15% du total des engagements à vue². Le montant total des engagements à vue des grandes banques et des banques cantonales s'élevant à 2.838,1 millions de francs, supposons que les 13% des dépôts à court terme appartenant aux particuliers et à d'autres banques à la fin du premier trimestre 1938, était d'origine étrangère, on arriverait à considérer l'endettement à vue de ces banques envers l'étranger à 368,9 millions. Aux fonds ainsi gardés pour le compte d'étrangers, il faut ajouter une forte proportion de billets de banque actuelle-

1. Cf. *Bulletin mensuel de la B.N.S.*, mars 1938, p. 78.

2. Le Dr. Staehelin estime que 13% seulement des 770 millions de francs de dépôts et de comptes à vue figurant dans le bilan de la Société de Banque Suisse sont des dépôts en francs suisses de clients étrangers (Cf. Société de Banque Suisse, *Bulletin* 1-1938, p. 8). La Banque des Règlements Internationaux (Cf. 8^e rapport, 1938, p. 77) évalue à 15% environ les dépôts d'origine étrangère auprès des grandes banques suisses.

ment thésaurisés par les particuliers. Le Département fédéral de l'économie publique, dans une étude sur la thésaurisation en Suisse¹, évalue à 500 millions de billets thésaurisés, dont 200 à 250 le seraient par des étrangers, ce qui correspond à 39% et à 18% respectivement du total des billets en circulation pendant l'année 1935. En partant de l'idée que tous les billets retirés de la circulation pendant les neuf mois précédant la dévaluation y seraient retournés après le mois de septembre 1936, et en évaluant le montant des billets actuellement thésaurisés à 39% et à 18% également de la circulation totale² on arriverait au chiffre de 277,2 millions qui, pris avec les dépôts pour compte étranger porterait à 650 millions environ les capitaux susceptibles d'être retirés des banques d'un jour à l'autre par les étrangers. Il va de soi que, sous ce rapport, le montant investi en bourse par des étrangers, lequel a fortement augmenté ces dernières années, doit être aussi pris en considération. Mais les retraits de cette nature ne représentent pas le même degré de danger pour l'économie du pays; il est d'ailleurs douteux que le nombre des titres suisses détenus par des étrangers soit assez important pour que la vente massive de ces valeurs puisse causer une baisse très considérable de leur prix.

En ce qui concerne le total des placements de l'étranger en Suisse, englobant les investissements directs de toute nature et les placements à long terme, on l'a évalué de quatre à six milliards encore en 1932, donc en pleine crise financière³. A cette somme s'oppose un montant de 12 milliards de placements suisses à l'extérieur. Pour le court

1. Cf. *Bulletin mensuel de la B.N.S.*, supplément, février 1936.

2. La circulation moyenne en 1935 est de 1.283, 0 millions; celle du mois de mars 1938 est de 1.583, 6 millions (Cf. *Bulletin mensuel de la B.N.S.*).

3. Cf. Pauls, *Heisses Geld in der Schweiz* « *Bank Archiv* », 1^{er} avril 1938, p. 295.

terme seul, on a donné les chiffres de deux à trois et de quatre à cinq milliards respectivement. Si une petite partie des placements étrangers est retirée par l'étranger avant la dévaluation, la liquidation des placements suisses à l'étranger s'effectue à une allure beaucoup plus importante pendant toute cette période et particulièrement à partir de 1937. Elle est probablement la source principale de la Hot Money en Suisse.

CHAPITRE IV

ANALYSE DES CAUSES QUI DÉTERMINENT LA FORMATION ET LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX LIQUIDES

Section I

La formation des capitaux liquides.

Avant de parler des causes propres qui déterminent dans des cas concrets certains mouvements de fonds liquides, il nous semble nécessaire d'envisager d'une façon sommaire le mécanisme de la formation de ces capitaux. Ceci nous paraît d'autant plus opportun que, si l'on peut tirer certaines conclusions quant aux événements futurs d'après ce qui se passe aujourd'hui, les autorités ne se borneront pas à éliminer les *conséquences* des mouvements de fonds liquides par des mesures d'ordre défensif, telles que nous les traiterons d'ailleurs au cinquième chapitre de ce travail, mais que tout au contraire, elles en arriveront à s'attaquer au processus même de la formation desdits capitaux ; c'est que probablement des mesures préventives s'appliquant directement à la distribution de l'épargne et à la consommation seront introduites dans un nombre toujours croissant d'entités économiques.

Quant à l'origine des capitaux liquides, qui deviennent sur le plan international des capitaux migrants, on peut

distinguer deux sources essentielles : l'épargne et le crédit bancaire. L'épargne de son côté se subdivise en épargne des particuliers, d'une part, et en épargne des entreprises, d'autre part ; l'épargne des entreprises comprend les sommes destinées à l'amortissement du capital et les sommes mises en réserve, soit en réserve ouverte, soit en réserve cachée. D'une façon générale, l'épargne des entreprises découle, par sa nature, des mêmes motifs que l'épargne des particuliers.

§ 1. *L'épargne.*

L'épargne est à la base de toute production de capital. Elle n'est pas la seule, mais elle est « une condition de la formation du capital, en ce sens que si la richesse produite est consommée au jour le jour pour la satisfaction des besoins immédiats, il est évident qu'il n'en restera point de disponible pour prendre une avance et pour se donner le temps de fabriquer... »¹.

La création de l'épargne implique une sous-consommation, d'une part, ou une surproduction, d'autre part ; c'est-à-dire, ou bien la production doit dépasser les besoins de la consommation, ou bien les consommateurs doivent renoncer à user de toute leur capacité d'absorption sur le marché. Dans les deux cas, il en découle une masse de biens économiques non consommés qui, dans un système d'économie monétaire, s'exprime par une somme de monnaie. Les biens économiques non consommés ne doivent pas nécessairement être convertis en monnaie, il est suffisant qu'ils puissent l'être virtuellement².

1. Cf. Gide, *Principes d'économie politique*, Paris, 1931, p. 120.

2. Le moyen d'envisager une économie non-monétaire, comme le font beaucoup de théoriciens, est évidemment sans utilité ici. Ces « simplifications » théoriques ainsi que les Robinsonnades ne facilitent pas toujours la compréhension des phénomènes économiques.

Le détenteur de cette somme (ou de la masse des biens représentée par elle) doit choisir l'usage auquel il veut la destiner. Une partie sera dirigée vers la production ; c'est à partir de ce moment, comme le dit la théorie économique, qu'a lieu la transformation de l'épargne en capital. Cette activité incombe dans la plupart des cas à une personne autre que l'épargnant, qui est l'entrepreneur¹. Le cas de l'entrepreneur qui transforme sa propre épargne en biens de production est une exception. A raison de l'instantanéité de la transformation, on peut légitimement se conformer à l'usage² et étendre l'expression de capital à la partie de l'épargne qui sera transformée en capital. L'épargne peut servir directement à l'acquisition du capital réel (biens de production), ou bien elle peut être mise à la disposition de l'entrepreneur contre un droit de créance. Dans le premier cas, l'actionnaire acquiert des capitaux réels déjà existants, dans le deuxième cas, l'obligation contribue à la production de capitaux nouveaux. La partie de l'épargne qui ne prend pas le chemin de la production sera thésaurisée.

Cette distinction entre l'épargne-réserve et l'épargne créatrice (Rist) ou l'épargne-thésaurisation et l'épargne-placement (Gide), ou encore l'épargne simple et l'épargne-capital (Boninsegni) est suffisamment connue. Il est par contre nécessaire d'insister sur le caractère *d'interchangeabilité* des deux catégories de l'épargne, c'est-à-dire sur la *possibilité de l'épargne créatrice de se transformer en réserve et de l'épargne-thésaurisation de se changer en épargne-placement*. La première possibilité est moins facile à réaliser que la seconde. La libération du capital investi dans la production est un processus de longue haleine, envisagé

1. Cf. Boninsegni, *Manuel élémentaire d'économie politique*, Lausanne, 1930, p. 84.

2. Voir chapitre I, ci-dessus : Remarques préliminaires sur la notion de « capital ».

pour la société entière. Cette transformation est possible seulement au fur et à mesure que les entrepreneurs renoncent à amortir le capital fixe et à remplacer le capital circulant ; il doit s'ajouter encore le refus des épargnants « nouveaux » d'apporter leurs fonds à la production. La seconde possibilité qui est celle de la déthésaurisation est concevable sans autre, elle peut se réaliser immédiatement pourvu qu'il existe une demande de capital du côté des producteurs.

Le fait d'un choix possible entre les deux emplois de l'épargne est fondamental. Pour les uns, il détermine le rythme cyclique, pour les autres, il en est un facteur essentiel¹. C'est donc d'un acte de volonté librement accompli par l'individu que dépendent en dernier lieu les phénomènes économiques (sauf dans le cas de l'économie dirigée où l'Etat prend cette décision à la place de l'individu). Les pouvoirs publics le reconnaissent de plus en plus et agissent en conséquence ; on appelle « ramener la confiance », l'action exercée sur cet ultime facteur qu'est l'âme de l'individu. Toutes les autres interventions qui ne visent qu'un élément mécanique, notamment les manipulations monétaires, se sont révélées insuffisantes.

La présence des capitaux liquides migrants est le signe extérieur du libre arbitre exercé par les individus. Leur existence accuse la faiblesse montrée dans l'exercice de ce pouvoir. De ce point de vue, seule une analyse des faits courants à travers la psychologie des individus pourrait, le cas échéant, fournir des explications valables quant à la nature de ces capitaux.

Le schéma suivant représente le tableau que l'individu a inconsciemment devant les yeux et dans lequel il choisit la possibilité qui lui convient le mieux pour la transfor-

1. Cf. Baudin, *La monnaie et la formation des prix*, 1^{re} partie, 1936, Chapitre Monnaie et rythme cyclique, p. 526.

mation de son épargne. Sa décision est déterminée par deux groupes de réflexions : a) des raisonnements quant à l'avenir probable du cycle économique général ; — si l'individu escompte la prospérité, il descend à droite, s'il prévoit la dépression, il remonte à gauche¹ ; b) des considérations quant à la stabilité du système économique national ; — si l'individu prévoit une législation anti- « capitaliste » ou des troubles sociaux et politiques ou la chute de la monnaie, les fonds jusqu'alors placés dans les secteurs I et II (voir le tableau) affluent passagèrement au milieu (secteur III). La nouvelle épargne y passe également avant de chercher des emplois plus définitifs. A l'intérieur du secteur III, l'utilisation de l'épargne peut varier selon des raisonnements analogues à ceux mentionnés sous a) (prospérité ou dépression).

SCHÉMA I

Tableau des possibilités d'utilisation de l'épargne.

(Il a été fait abstraction de l'épargne consommée qui évidemment n'offre plus de choix ultérieur).

Thésaurisation (secteur I)

Encaisse métallique gardée dans le pays ;
monnaie nationale, billets ;
dépôts à vue auprès des banques du pays ;
dépôts à court terme auprès des banques du pays.

Capitaux liquides migrants (secteur III)

Or expédié à l'étranger ;
devises ;
dépôts à vue et à court terme à l'étranger ;
valeurs mobilières internationales.

Production (secteur II)

Dépôts à long terme ;
placements dans l'industrie et le commerce.

1. Cf. Hicks, *Equilibre et conjoncture*, « *Zeitschrift für Nationalökonomie* » juin 1933.

En résumé, l'examen de la fonction de l'épargne dans le processus de la formation des capitaux liquides permet de faire les constatations suivantes : 1) l'épargne peut se diriger vers la production ou être thésaurisée ; 2) le choix entre les deux possibilités incombe aux individus, il est donc soumis aux règles psychologiques ; 3) les capitaux liquides-migrateurs naissent de la possibilité d'interchangeabilité des deux catégories, ils en forment en quelque sorte une troisième d'un caractère intermédiaire et provisoire.

§ 2. *Le crédit en tant que source de capitaux migrateurs.*

L'accumulation exceptionnelle de fonds liquides que l'on constate actuellement ne résulte certainement que pour une partie minime de l'épargne proprement dite, c'est-à-dire qu'elle ne s'explique que partiellement par le fait de la réalisation volontaire des économies de la part des consommateurs. D'autres circonstances découlant de facteurs inhérents au mécanisme monétaire, semblent avoir favorisé la création d'amples réserves de pouvoir d'achat, sans lesquelles le phénomène des capitaux migrateurs aurait été inconcevable. La permanence de ces masses de pouvoir d'achat disponible est en flagrante contradiction avec le principe fondamental de l'économie politique selon lequel chaque offre correspond à une demande, et qui prétend en outre que le prix d'une marchandise ou d'un service étant fixé à un niveau correspondant à la satisfaction maximum des coéchangeurs, un échange à ces conditions, doit nécessairement se faire.

Le service qui dans notre cas est la mise à disposition de l'épargne, se présente d'une manière certes suffisamment abondante et pour cette raison à bon marché pour que les transactions puissent se produire. L'offre devrait logique-

ment être absorbée entièrement. La demande devrait être soutenue, en outre, par les besoins accrus d'une industrie qui prolonge sans cesse le « détour » de sa production, c'est-à-dire qui devient de plus en plus complexe. Dès lors, cette question se pose : existe-t-il, soit du côté de l'offre, soit du côté de la demande de capitaux, des obstacles qui empêchent les choses de se passer suivant la règle envisagée ? Un deuxième schéma facilitera la compréhension du mécanisme de la formation des capitaux liquides-migrateurs : (voir page suivante).

Du côté de l'offre, donc du côté du consommateur-épargnant, nous avons pu constater au paragraphe précédent que certaines craintes influençant la mentalité du détenteur de l'épargne incitent celui-ci à la thésaurisation sous différentes formes, soit dans le pays même, soit à l'étranger. Mais cette source des capitaux migrateurs — qui ne représente d'ailleurs par elle-même rien d'original ni de nouveau — ne suffit pas à expliquer l'extension prise actuellement par ces fonds.

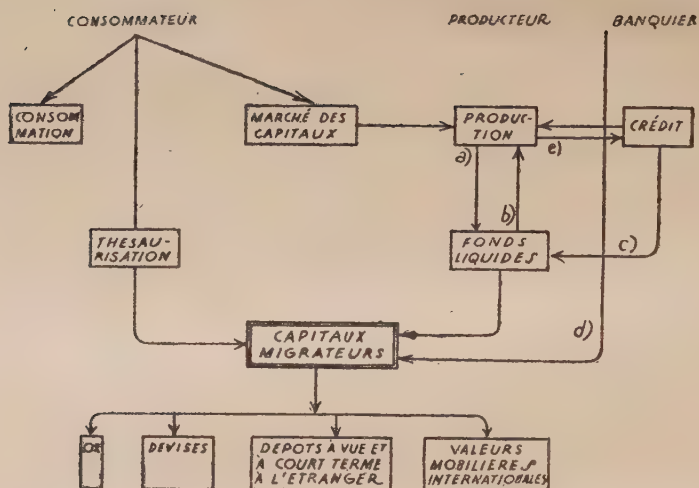
Du côté de la demande, donc du côté du producteur, on se trouve en face de deux phénomènes, lesquels, quoiqu'ils soient appelés à se balancer, semblent être favorables à la création de fonds liquides susceptibles de se transformer en capitaux migrateurs : ce sont l'épargne des entrepreneurs, d'une part, et l'auto-financement, d'autre part.

L'épargne des entrepreneurs se compose des sommes destinées à l'amortissement du capital fixe et au remplacement du capital circulant¹ ; elle comprend en outre les sommes gardées dans les caisses des entreprises pour autant

1. Les amortissements du capital circulant, ce sont par exemple les sommes gardées sous forme liquide, résultant d'une vente de marchandises et destinées à être réinvesties dans les stocks de l'entreprise ; dans ce sens, si un stock s'est renouvelé trois fois par an, le capital circulant s'est amorti trois fois également.

SCHÉMA II¹

L'origine des capitaux migrants



1. Explications au schéma II; a) amortissements et réserves (l'épargne des entrepreneurs); b) l'auto-financement; c) crédits utilisés à l'achat de valeurs étrangères et à la spéculation; d) expéditions à l'étranger de fonds appartenant aux banques; e) remboursements de crédits antérieurs.

que celles-ci dépassent les besoins courants et les fonds détenus sous forme de dépôts à vue et à court terme auprès des banques, pour autant que ceux-ci soient considérés comme des réserves. Si l'entrepreneur, dans le cas de réinvestissements, ou même dans celui d'élargissement de sa production, fait appel à ses propres fonds précédemment retirés de son entreprise de la manière envisagée, au lieu de s'adresser au marché des capitaux, il y a auto-financement. Il n'y a pas de doute, que les deux courants, l'épargne de l'entrepreneur et l'auto-financement se sont fortement accrus pendant ces dernières années, et peut-être faut-il chercher dans le système du financement par les moyens propres et dans la liquidité que celui-ci occasionne, une source importante des capitaux migrants, source qui se prolonge au delà de l'époque de crise où elle est généralement observée. Nous sommes malheureusement obligés de nous tenir dans ce domaine à des hypothèses, les statistiques n'étant pas encore assez développées pour être à même de nous donner des renseignements tant soit peu exacts à ce sujet¹.

Le financement au moyen des ressources propres des entreprises pendant la période d'après-guerre avait son origine dans la pénurie de capitaux qui régnait alors dans les pays appauvris par la guerre ; aujourd'hui, il s'explique plutôt par la place prépondérante que les gouvernements emprunteurs occupent sur le marché des capitaux.

On doit considérer le crédit comme une troisième source

1. Un Comité d'experts statisticiens, réuni par le Comité financier de la Société des Nations sur les propositions faites au troisième Congrès international de l'épargne (Paris) du mois de mai 1935, étudie en ce moment les moyens pratiques d'établir des statistiques relatives à la formation des capitaux, englobant tous les pays. En ce qui concerne les fonds prélevés sur les ressources propres des entreprises, le rapport dudit Comité souligne l'impossibilité d'« obtenir des éléments d'appréciation suffisants pour connaître l'épargne occulte des entreprises ». (Cf. S.D.N. Statistiques Relatives à la Formation des Capitaux, Genève, 1938, p. 19).

importante des capitaux migrants, à côté de celle qui dérive de l'épargne des consommateurs et de celle qui trouve son origine dans l'épargne des producteurs. Le crédit est une création de pouvoir d'achat qui est cédé au producteur en vue de son utilisation dans la production. Il s'agit d'augmenter à l'aide du crédit la part du produit social qui revient normalement à l'entrepreneur.

Une partie des biens qui existent sont transmis à l'entrepreneur par les crédits qui lui sont accordés. Le crédit fournit donc « le pont » sans lequel la production devrait attendre¹. Dans le cas d'une expansion des crédits, une quantité accrue d'unités de pouvoir d'achat se trouve en face d'une quantité demeurée égale de biens de consommation, de biens de production et de services productifs. Il se produit alors une compression du pouvoir d'achat présent. La hausse prend son essor sur le marché des moyens de production, puis elle devient efficace sur le marché des biens de consommation. Le pouvoir d'achat des personnes qui ne bénéficient pas d'une augmentation de leurs revenus monétaires correspondant à la demande accrue des entrepreneurs, se trouve diminué².

1. Cf. Schumpeter, *La Théorie de l'Evolution Economique*, éd. française, trad. Anstett, Paris, 1935, p. 367, 377.

2. On serait donc en droit de parler d'un véritable prélèvement des biens. Cf. Schumpeter, (*op. cit.*, p. 379) qui se déclare apparemment partisan d'une vieille théorie économique de la théorie dite de l'épargne forcée, dont on peut suivre les traces chez Bentham, Malthus, John Stuart Mill, Walras, Wicksel et Mises (cf. l'article intéressant de Hayek *Une note au sujet de l'évolution de la doctrine de l'épargne forcée* « *Quarterly Journal of Economics*, novembre 1932). Cette théorie occupe actuellement une place importante dans les discussions de l'école anglaise : cf. Robertson, *Politique bancaire et niveau des prix*, Londres, 1932, p. 40 et suiv. et Pigou, *Fluctuations industrielles*, Londres, 1929 ; Keynes en parle dans son *Traité sur la monnaie*, vol. I, Chap. XII et aussi dans son dernier ouvrage, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, 1936, p. 83.

Hahn, dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* (article « Crédit », p. 951) définit ainsi l'épargne forcée : Ceux qui restreignent leur consommation actuelle en faveur de leur consommation future ne renoncent pas volontairement à faire valoir leur demande sur le marché des biens économiques. Ils sont écartés du marché contre leur volonté par les entrepreneurs qui

Grâce aux revenus accrus qui entrent dans la caisse de l'entrepreneur, ce dernier peut rembourser les avances qu'il a reçues. La masse des marchandises se trouve enrichie, elle dépasse la masse de la monnaie. Le parallélisme qui existe entre le courant de la monnaie et le courant des biens se trouve rétabli, l'inflation de crédit est écartée, l'action sur les prix est compensée. Mais l'absorption totale du pouvoir d'achat supplémentaire, née de l'expansion des crédits, à raison du processus déflationniste qui se produit forcément dans la suite¹ se heurte à plusieurs obstacles².

D'abord un solde qui se compose des intérêts prélevés par les banques sur le montant élevé des crédits accordés et des profits revenant aux entrepreneurs à raison de leur production accrue, reste nécessairement dans la circulation. Ensuite, il y a la possibilité d'une « prolongation » de la période de production. L'entreprise n'arrive à son plein rendement qu'après un certain temps. Sa dette envers la banque doit être prorogée. Le financement de l'extension durable du procédé de la production, lequel se fait en temps normaux au moyen des réserves de pouvoir d'achat accumulées sur le marché (donc par l'émission d'actions et d'obligations), continue dans ce cas à se servir des prêts à

disposent du pouvoir d'achat nouvellement créé ou qui se trouvent en concurrence avec eux dans la demande de ces biens dont les prix augmentent en forte proportion. La demande des consommateurs restant inchangée exprimée en valeur nominale de la monnaie, doit être satisfaite d'une moindre partie d'une quantité égale de biens dont l'offre doit être distribuée sur une plus grande demande. Il se produit une « épargne forcée », ou mieux, puisqu'aucune épargne ne se fait en réalité, une restriction forcée de la consommation... Le changement dans la distribution ... signifie une expropriation pour ceux qui espéraient pouvoir acquérir une quantité déterminée de marchandises au moyen de la monnaie qu'ils avaient reçue soit sous forme de rente soit sous forme de salaire, et laquelle n'est dès lors capable d'acquiescer qu'une partie de cette quantité de marchandises à cause de l'augmentation des prix...

1. Il est question ici de la déflation *spontanée* dans le sens préconisé par Rist (cf. *La déflation en pratique*, Paris, 1924, p. 9) en opposition à la déflation *voulue*. La première est « la déflation des crédits privés, et non la déflation des crédits créés au profit de l'Etat ».

2. Schumpeter, *op. cit.*, p. 382.

court terme tels qu'ils avaient été obtenus des banques pendant la période d'essor. La consolidation de la dette des sociétés envers les banques à l'aide d'une nouvelle épargne qui chercherait à se placer en valeurs mobilières n'entre souvent pas en ligne de compte à cause des résistances qui se déploient du côté des épargnants, comme on a pu le constater au paragraphe précédent. Une autre raison qui peut facilement empêcher le retour « spontané » à l'équilibre du début, (qui n'est autre que la disparition complète des fonds émis) est que les nouveaux pouvoirs d'achat trouvent leur contrepartie dans les marchandises nouvellement produites. Il n'existe donc théoriquement pas de menace d'un déséquilibre qui pourrait retenir les banques de continuer à accorder des crédits pendant un certain temps¹.

L'analyse de la formation des capitaux liquides au moyen des crédits accordés par les banques aux producteurs conduit donc aux constatations suivantes : le remboursement des crédits par les premiers emprunteurs peut ne pas réussir à ramener à leur source les fonds précédemment créés ; a) en cas de prorogation des crédits au delà de la période d'essor ; b) en cas de la continuation de l'expansion de la part des banques pendant cette période, et en plus, c) du fait des profits réalisés par les banques et par les producteurs durant la période d'expansion et qui peuvent persister sous forme de disponibilités liquides.

Bien entendu, le processus même de la contraction de la production est susceptible de créer de fortes disponibilités

1. Schumpeter, *op. cit.*, p. 284, 285 : « Ainsi le phénomène peut toujours se répéter à nouveau bien qu'il n'y ait plus là d' « entreprise nouvelle »... En même temps, non seulement ces moyens de paiements n'exercent plus d'influence sur le prix, mais ils perdent encore celle qu'ils exerçaient tout d'abord. C'est là le chemin important par où le crédit bancaire pénètre dans le circuit jusqu'à ce qu'il faille un travail d'analyse pour reconnaître qu'il n'y a pas ses racines ».

auprès des banques par le fait des remboursements de crédits et à cause de la libération des fonds propres investis dans la production. Il s'agit ici d'un phénomène parfaitement normal, qui s'observe régulièrement dans des périodes de crise.

Nous avons jusqu'à maintenant toujours supposé que les crédits accordés par les banques aux producteurs, sont des crédits destinés à la production. Or, si les banques ont bien eu cette intention lors de leur distribution, il n'en est pas toujours de même en ce qui concerne l'emprunteur. Il est un fait généralement reconnu que l'exode des capitaux, auquel on a pu assister dans maints pays pendant ces dernières années, a été financé pour une partie considérable par des crédits de banque¹. L'intervention de la banque d'émission par la voie des crédits accordés aux exportateurs de capitaux empêche tout retour normal à l'équilibre. La masse du pouvoir d'achat existant dans le pays ne se trouve pas diminuée, les prix ne baisseront pas en conséquence, l'exportation ne sera point favorisée. Tout au contraire, la banque centrale sera obligée d'alimenter la fuite des capitaux par le moyen de son propre portefeuille de devises, jusqu'à ce que le revirement du mouvement de capitaux, ou peut-être l'introduction d'un contrôle de devises mette fin à un processus qui tendra nécessairement, à cause de sa tendance cumulative, vers l'anéantissement de la monnaie nationale².

1. Au début de 1924, l'industrie allemande, qui fut alors complètement dépourvue de fonds de roulement comme conséquence de la guerre et de l'inflation, recourut plus que jamais aux banques pour obtenir des crédits. Ces crédits furent utilisés d'une façon croissante à la spéculation sur devises, ce qui fit craindre une nouvelle dépréciation du mark. Le Dr Schacht introduisit le 7 avril 1924 des mesures quant au contingentement des crédits à accorder en vue d'arrêter le gonflement du portefeuille des lettres de change à la Reichsbank. (Cf. Nordhoff, directeur de la Reichsbank, son article à l'occasion du 60^e anniversaire du Dr. Schacht dans le *Bank-Archiv* du 22 janvier 1937).

2. Cf. Machlup, *La théorie de la fuite des capitaux* dans le « *Weltwirtschaftliches Archiv* », 1932, t. II, p. 512.

Section II

La thésaurisation des disponibilités à l'étranger et la détermination des causes qui entraînent les déplacements de fonds thésaurisés.

L'individu, détenteur de fonds liquides — qu'il le soit devenu par ses propres forces en restreignant sa consommation ou en maintenant sa consommation au-dessous de son revenu accru, ou qu'il le soit devenu à l'aide de crédits accordés par les banques se trouve en face d'un second choix à faire. (Le premier choix détermine la partie du revenu qui sera consommée et la partie qui sera épargnée). Il doit décider, en ce qui concerne la partie non-consommée de son revenu, quelle sera la quantité qu'il veut investir, et celle qu'il veut thésauriser. Nous avons constaté l'absence d'une règle déterminant les usages respectifs de l'épargne. Nous avons vu également le danger de déséquilibre qui peut être provoqué par l'interchangeabilité des deux catégories d'emploi¹.

§ 3. La thésaurisation.

Pour la transformation de l'épargne² en capitaux migrants, entrent seuls en ligne de compte la partie thésaurisée et les fonds investis en titres³. La thésaurisation dans le

1. Voir section I, § 1 de ce chapitre, p. 98.

2. L'expression l'épargne comprend ici l'épargne « volontaire » et l'épargne forcée.

3. Nous nous trouvons au sujet des placements en valeurs mobilières en face d'un dilemme de classification et aussi de jugement, auquel il a déjà été fait allusion au chapitre II (p. 16). En effet, le financement de la production par moyen des valeurs mobilières a été conçu pour servir en quelque sorte deux maîtres, l'entrepreneur d'une part, auquel elle assure la disposition des fonds en grande quantité et à longue durée, fonds qu'il peut employer à sa guise sans avoir à craindre l'intervention d'un prêteur ano-

domaine des capitaux migrants est — cela va sans dire — une thésaurisation à l'étranger ou une thésaurisation de valeurs étrangères. Elle comprend notamment l'or, les devises et quelques formes de dépôts à vue et à court terme auprès des banques étrangères. La notion moderne de la thésaurisation dépasse largement l'ancienne, celle qui servait surtout à désigner le « bas de laine » classique. La thésaurisation par l'or et par les devises n'a pas, sous ce rapport, besoin de commentaires. Par contre, il est nécessaire d'examiner la catégorie des fonds gardés sous forme de dépôts dans des banques étrangères. Son analyse est indispensable pour la connaissance des causes déterminant les mouvements de capitaux migrants. Puisque l'envahissement d'un marché donné par des fonds étrangers que l'on est convenu d'appeler Hot Money, se traduit par des mouvements parallèles sur le marché de l'or et des devises, dans les dépôts bancaires et dans les bourses sur valeurs mobilières, nous pouvons tirer de sérieuses conjectures en ce qui concerne les motifs qui ont donné lieu au mouvement total, si nous connaissons les causes qui ont précédé les seules variations des dépôts bancaires des étrangers. Ce sont donc ceux-ci que nous allons traiter avant tout dans la suite.

En admettant la classification des dépôts en banque, que Keynes prend comme base de son analyse de la monnaie bancaire¹ on ne peut considérer que certaines catégories de dépôts comme représentant une thésaurisation.

nyme, l'épargnant d'autre part, auquel elle assure la plus grande disponibilité compatible avec un rendement élevé. C'est grâce à ce système que la connaissance des fonds susceptibles à des migrations, connaissance à un moment donné sur un marché déterminé, a été rendue particulièrement difficile. Néanmoins, en parlant des capitaux migrants, il faut tenir compte des capitaux investis dans des valeurs mobilières internationales et, d'une façon générale, des fonds placés par des étrangers en titres d'un autre pays.

1. Cf. *Treatise on Money*, Chap. III, p. 34.

Or Keynes distingue : les dépôts de revenu, les dépôts d'affaires et les dépôts d'épargne. Les dépôts de revenu doivent leur existence au fait que les individus n'encaissent leurs revenus qu'à certaines époques de l'année ou à certains jours de la semaine, tandis qu'ils sont obligés d'envisager les dépenses nécessaires à leur entretien à des intervalles irréguliers et généralement plus courts. Ces dépôts servent à couvrir les espaces entre les deux dates, celle des entrées et celle des sorties du numéraire.

Les dépôts d'affaires sont destinés à remplir la fonction de caisse pour les besoins d'affaires courants. Les dépenses de cette nature sont moins faciles à prévoir que les débours personnels, les dépôts d'affaires doivent donc être dotés de plus fortes sommes que les dépôts de revenu. Ces deux catégories prises ensemble sont appelées dépôts de caisse en opposition à une troisième : les dépôts d'épargne. Le critérium de ces derniers consiste dans le fait que leurs détenteurs pourraient les transformer en toute autre forme de placement ou de thésaurisation sans en souffrir dans leur activité d'affaires ou dans la satisfaction de leurs besoins personnels.

Seule la troisième catégorie de dépôts, les dépôts d'épargne, entre en ligne de compte pour la recherche de la nature et de l'importance des fonds thésaurisés. Quand ces dépôts d'épargne signifient-ils un placement et quand signifient-ils une thésaurisation pour leurs détenteurs ? La réponse est très difficile à donner. Certains indices peuvent cependant être sérieusement envisagés : l'époque où le moment du versement des fonds par le détenteur, les délais de dénonciation qu'il a convenu d'observer envers la banque et l'emploi définitif auquel les fonds seront affectés.

Nous proposons de considérer les sommes versées en dépôts d'épargne comme représentant un *placement* :

a) si le détenteur est guidé dans sa décision par le taux d'intérêt qui lui est offert par son banquier ; b) si le détenteur verse des sommes à titre de dépôts d'épargne en attendant que ceux-ci forment un capital suffisamment important pour être transformés en un placement déterminé, ou si le capital, bien que déjà formé, se trouve dans l'état d'attente pour être employé ultérieurement à un placement déterminé (par exemple à la construction d'une maison) ; c) si tout retrait de fonds est soumis à un avertissement de trente jours d'avance au moins.

En revanche, nous serons en présence d'un acte de *thésaurisation* : a) si le détenteur se laisse guider par la crainte d'une dépréciation des diverses formes de placements, telles que valeurs mobilières, participations directes, marchandises et autres ; b) si le détenteur attache avant tout de l'importance à la liquidité de ses fonds ; c) si les retraits sont soumis à des délais de préavis plus courts que trente jours et cela pour autant que ces fonds ne sont pas destinés aux dépenses ordinaires, aux transactions d'affaires courantes ou à l'entretien personnel.

La détermination empirique des dépôts de caisse, (c'est-à-dire les dépôts de revenus plus les dépôts d'affaires), et des dépôts d'épargne se heurte à de nombreuses difficultés. D'abord la classification habituelle en dépôts à vue, dépôts à court terme et dépôts à long terme ne correspond que rarement à la distinction tripartite que nous venons d'établir¹. Il est encore moins possible, selon l'état actuel des relevés statistiques fournis par les banques, de séparer

1. Keynes, *op. cit.*, p. 38 : « A présent il n'est pas possible d'établir une exacte estimation statistique des proportions des différentes catégories contenues dans un total de dépôts publié. En Angleterre, les banques ne publient pas de chiffres séparés relatifs aux dépôts et aux comptes courants, et aux Etats-Unis, où la publication séparée des dépôts à long terme et à vue est ordonnée par la loi, la distinction ne correspond pas exactement, pour des raisons diverses, à la distinction adoptée ici ; notamment tous les dépôts d'épargne à délais de moins de 30 jours sont comptés parmi les dépôts à vue ».

nettement les fonds « placés » des fonds « thésaurisés » sous forme de dépôts d'épargne, d'autant plus que la distinction d'après les différentes formes d'emploi des fonds déposés n'est même pas toujours présente à l'esprit du détenteur. Encore peut-il employer indistinctement son dépôt d'épargne pour ses paiements courants, et peut-il renoncer plus ou moins à se constituer des dépôts de caisse, en augmentant les sommes versées en dépôt d'épargne, s'il se sent à l'abri de sommations imprévues. Néanmoins, la distinction essentielle paraît être claire dans ses grandes lignes¹.

Né pourrait-on pas, en utilisant le même critère de distinction pour l'examen des fonds à court terme détenus par un pays à l'étranger, arriver à une meilleure connaissance du phénomène des capitaux migrants ? Or, en supposant connue la totalité des capitaux étrangers à court terme se trouvant sur un marché, à un moment donné, la question se pose de savoir qu'elle en est d'après sa nature et d'après son importance numérique, la partie susceptible de créer des mouvements brusques menaçant la stabilité du système monétaire. Pour cela, il s'agit de séparer les fonds que le pays détient à l'étranger par souci de remplir ses engagements courants, des fonds qui trouvent leur raison d'être dans le désir du pays de garder la plus grande

1. Keynes, *op. cit.*, exprime cette distinction ainsi : « Le montant des dépôts d'épargne dépend de l'attraction comparative qu'exerce dans l'esprit du déposant tel ou tel placement ; pendant que le montant des dépôts de caisse dépend du volume, de la régularité des entrées et des sorties des paiements de chèque et de la longueur de l'intervalle entre les recettes et les dépenses ».

M. Baudin (*La monnaie et la formation des prix*, Paris, 1936, p. 552) se sent choqué par le fait que la notion du « dépôt d'épargne » englobe deux catégories de fonds différents. Il dit : « Le critérium du « saving-deposit » est de ne pas être retiré dans le but de faire face à des dépenses courantes, dit-il (Keynes), mais il remarque que le « saving deposit » est parfois effectué dans le but de pouvoir être transformé en argent comptant dans un bref laps de temps ». La distinction adoptée par Keynes correspond néanmoins assez bien aux exigences pratiques. —

disponibilité de ses avoirs déposés à l'étranger. On veut, en d'autres termes, établir pour le marché extérieur une classification analogue à celle que Keynes préconise pour le marché intérieur¹.

Pour pouvoir dégager la partie des disponibilités d'un marché que leurs détenteurs étrangers considèrent comme dépôts de caisse de la partie qu'ils considèrent comme des dépôts d'épargne, le marché doit être analysé sous chacun des aspects suivants :

1) Quelle est la partie des dépôts étrangers qui sert au financement des importations et des exportations de marchandises ? Le marché joue-t-il en temps normaux le rôle de bailleur de fonds pour les commerçants étrangers ?

2) A combien peut-on estimer la valeur des dépôts étrangers qui s'expliquent par le fait de l'émission d'un emprunt extérieur, de l'amortissement ou des paiements d'intérêt d'un emprunt ancien, des paiements de réparations ou d'autres dettes politiques et des versements de nature diverse d'ordre régulier ou saisonnier ?

3) La présence des dépôts étrangers est-elle due en partie à une vague de spéculation sur valeurs mobilières ? Le marché, par le fait qu'il est un centre financier attire-t-il normalement une masse considérable de disponibilités étrangères, qui sont employées dans des opérations telles que reports, prêts sur titres, achat et vente de valeurs mobilières, et à combien peut-on évaluer ces fonds ?

4) La courbe des taux d'intérêt en vigueur sur ce marché favorise-t-elle l'afflux des capitaux étrangers, et à combien peut-on estimer les « mouvements de revenu » de cette nature ?

1. L'incertitude qui règne malheureusement au sujet de la distinction entre les mouvements de capitaux, facteurs de la production, et les capitaux liquides, et dans ce dernier groupe entre l'encaisse normale et les fonds théoriques, est soulignée par Nurkse. Cf. son ouvrage *Les mouvements internationaux de capitaux*, Vienne, 1935, p. 230.

5) Quelle est l'importance des réserves liquides gardées par des banques centrales étrangères sur ce marché à raison du Gold Exchange Standard ?

6) Des vicissitudes monétaires dans le pays où à l'étranger sont-elles responsables de l'afflux des fonds étrangers ? Une « masse de manœuvres » provenant d'un organisme d'intervention, tel qu'un Fonds d'égalisation des changes, est-elle la cause d'une partie des mouvements de capitaux à court terme sur ce marché ?

7) Peut-on supposer qu'une partie des fonds étrangers déposés sur cette place s'y trouve pour des raisons de sécurité politique ou fiscale ?

Poser ces questions ne signifie pas, dans un cas particulier les résoudre. En revanche, nous pensons qu'il est déjà utile pour la clarté du problème d'en faire une énumération systématique.

§ 4. *Le taux d'intérêt comme facteur déterminant des migrations de capitaux*

L'interprétation des taux d'intérêt en vigueur sur un marché donné, notamment celle faite dans le but de connaître la cause de l'afflux des fonds étrangers à court terme, doit tenir compte de deux facteurs : la rareté des capitaux disponibles sur ce marché et l'importance du risque qu'offre ce marché aux placements à court terme.

En général, on peut dire que les fonds à court terme recherchaient, avant la guerre, les marchés sur lesquels les taux d'intérêt étaient les plus bas. Le bon marché de l'argent constituait une preuve qu'une grande liquidité régnait sur le marché en question et que les fonds pouvaient ainsi être retirés moyennant un court préavis. Ceci était en particulier le cas de Londres ; les capitaux y affluaient

en grandes quantités pour financer une série d'opérations diverses offrant un grand degré de sécurité. La même situation se retrouvait sur le marché principal de chaque pays, les fonds s'y concentraient non parce que des taux élevés offraient un rendement meilleur, mais parce que le marché permettait le retrait rapide des disponibilités¹.

Après la guerre, la situation change complètement. Les fonds s'accumulent davantage sur les marchés à taux d'intérêt élevés, ou plutôt les marchés, tel que celui de Londres, maintiennent des taux élevés pour attirer des mouvements basés sur des considérations de revenu et pour assurer, par là, leur liquidité. Les taux élevés doivent être considérés, dans ces circonstances, comme un signe de faiblesse du marché envisagé. Il est très important de savoir, si les fonds étrangers se trouvent sur un marché parce que ce marché offre un meilleur rendement que les autres, ou si c'est la liquidité de ce marché qui attire les capitaux étrangers. Ce sont tout d'abord les mouvements de la première catégorie qui représentent un caractère d'ordre exceptionnel.

Le cas d'une baisse des taux sur un marché qui ne joue pas en temps ordinaire, le rôle d'un centre financier international, doit également être interprété dans un sens défavorable. Ainsi une baisse, baisse relative aux taux étrangers et non pas relative aux taux des marchés locaux, laquelle se produit par exemple sur le marché de Paris, est généralement due à des circonstances extraordinaires, telles que : le rapatriement des capitaux indigènes, la fuite *dans* la monnaie nationale, une crise de la production, un mouvement de spéculation, etc...

La variation relative des taux sur les divers marchés

1. Cf. Sprague, son rapport devant l'assemblée de la B.R.I., *op. cit.*, à la p. 66 ci-dessus.

peut donc, en dernier lieu, être ramenée à l'influence de deux facteurs : l'abondance relative des capitaux sur le marché en temps ordinaire et l'importance du risque qu'offre le marché aux placements à court terme¹. Des taux bas sur un marché d'importance primordiale, comme celui de Londres, s'expliquent par le fait d'un risque minime et par le fait d'une grande liquidité, tandis que les mêmes taux sur un marché d'ordre secondaire accusent une disproportion entre la quantité d'épargne offerte, d'une part, et de la demande de capitaux par des entrepreneurs, d'autre part, donc de l'investissement. Si des taux élevés, en vigueur sur un marché de premier ordre, sont dus à la disproportion entre l'offre de capitaux et leur demande, soit à la rareté des disponibilités en face d'une demande accrue de capitaux, les mêmes taux en vigueur sur un marché secondaire, s'expliquent par le risque élevé couru par le capitaliste qui investit ses fonds sur ce marché.

La nature du facteur risque a été étudiée par Knight². Il distingue deux classes de risques entièrement différents. En premier lieu, il y a le groupe des risques mesurables. L'éventualité des événements qui représentent le risque du capitaliste peut être calculée d'avance, soit à l'aide des calculs de probabilité, soit sur la base des statistiques relevant des faits analogues du passé. Le second groupe de risques n'est pas mesurable et même pas appréciable. C'est à ce dernier que Knight réserve la dénomination « d'incertitude » (incertainty)³.

Or, ce sont les risques du premier groupe, ceux qui sont mesurables, qui déterminent, dans certains cas, le taux du marché. Le mouvement des fonds vers le marché où le taux

1. Cf. Nurkse, *op. cit.*, p. 23.

2. Cf. Knight, *Risque, Incertitude et Profit*, Boston, 1921. — Cf. également Nurkse, *op. cit.*, p. 24 et suiv.

3. Cf. Knight, *ibid.*, p. 20.

est élevé à cause du risque important peut en quelque sorte être considéré comme une opération d'assurance¹. D'une façon générale, ces mouvements appartiennent à la classe des mouvements basés sur des considérations de revenu, ce sont donc des mouvements de caractère assez « normal », s'il est permis de les appeler ainsi. C'est dans le second groupe, celui du risque non-mesurable, que l'on doit chercher les facteurs qui sont à la base des mouvements de sécurité, lesquels forment la majeure partie de la Hot Money. Le risque non-mesurable joue un rôle important pour la détermination du volume des mouvements de capitaux à court terme. Le risque non-mesurable, ou le risque proprement dit, a pour le même pays toujours la tendance à encourager les exportations de capitaux et d'empêcher les importations de capitaux. S'il en résulte, au total, une diminution ou une augmentation du volume mondial des mouvements de capitaux, cela dépend pour les pays offrant de grands risques du fait qu'ils sont riches ou qu'ils sont pauvres en capitaux, ou du fait qu'ils sont débiteurs ou créanciers. Un risque élevé aux Etats-Unis, en cas de non-intervention de la part des autorités, augmenterait sûrement le volume mondial des mouvements de capitaux, tandis qu'une situation analogue dans les Etats de l'Amérique du Sud le diminuerait plutôt².

Constatons, en résumé, que l'examen des taux d'intérêt en vue de la détermination des causes des mouvements de capitaux migrants, sur un marché donné, se heurte à une

1. Cf. Machlup, article cité. Cet auteur interprète ainsi les mouvements à destination et en provenance de l'Allemagne durant les années 1924 à 1930. Les épargnants allemands exportaient leurs capitaux et se contentaient d'un faible taux de 3 % environ. Les emprunteurs allemands réimportaient ces mêmes capitaux en offrant des taux s'élevant jusqu'à 8 % aux banquiers étrangers. Ces derniers recevaient donc une prime de 5 % en contrepartie du risque qu'ils supportaient.

2. Cf. Nurkse, *op. cit.*, p. 30.

limite, au-delà de laquelle les taux n'offrent plus une explication suffisante des mouvements de fonds à court terme. Si les taux sont bien à la base des mouvements basés sur des considérations de revenu, comprenant les mouvements dus à un risque mesurable, ils ne sont pas déterminants, en revanche, pour les déplacements de fonds dus aux risques non-mesurables. Ce sont ces derniers qui sont les plus dangereux pour la stabilité économique et monétaire du marché. Néanmoins, l'isolement des mouvements de sécurité est de beaucoup facilitée par la connaissance des mouvements d'autre nature, tels que les mouvements basés sur des considérations de revenu.

Les dépôts résultant des mouvements basés sur l'idée de revenu font partie des dépôts d'épargne, selon la classification adoptée ; ils représentent une épargne placée qui se distingue nettement, d'une part, des dépôts que leurs détenteurs considèrent comme une encaisse et d'autre part, des fonds thésaurisés proprement dits. Ils sont plus mobiles que les premiers, et moins que les derniers. Les variations des dépôts thésaurisés, faisant également partie des « dépôts d'épargne » de Keynes, sont dus aux risques non-mesurables ils représentent la catégorie la moins stable qui est celle des mouvements de sécurité. Par contre, les dépôts de caisse, résultant des besoins d'affaires et des besoins privés courants, peuvent être considérés comme les plus stables des trois groupes envisagés. Parmi eux, les dépôts détenus par les banques centrales à l'étranger, sont d'une importance primordiale. Aussi toute analyse des capitaux migrants sur un marché donné doit-elle tenir compte des réserves liquides, détenues sur ce marché en exécution du principe du Gold Exchange Standard.

§ 5. *Le Gold Exchange Standard.*

Une certaine confusion domine dans la littérature économique française au sujet de l'emploi de l'expression « Gold Exchange Standard ». Les uns, et parmi eux M. Nogaro¹, la réservent aux pays où la convertibilité des billets en or est assurée sans qu'il y ait de l'or dans la circulation. Ils justifient leur attitude en invoquant que « l'expression de Gold Exchange Standard » a été appliquée, à l'origine, au cas de l'Inde et des Philippines, où un stock d'or avait été constitué pour assurer la convertibilité². Les autres, plus conformes à la terminologie généralement employée, appellent ce dernier système le « Gold Bullion Standard » et réservent l'expression de « Gold Exchange Standard » au cas où la convertibilité de la monnaie fiduciaire nationale en une monnaie étrangère, est assurée à un cours de change fixe, basé ou non sur le prix de l'or. Ces derniers cas supposent en général la présence d'un crédit extérieur ou d'un dépôt d'or à l'étranger assurant la convertibilité. C'est ce système qui nous intéresse ici plus spécialement.

Le Gold Exchange Standard se révéla dès le début de son existence comme un système de transition pour faciliter le passage à l'étalon or des systèmes tels que le bimétallisme, le monométallisme argent, et celui du papiermonnaie inconvertible (cas de la République argentine et du Brésil avant 1899). La Banque Austro-Hongroise fut la première à appliquer ce système après l'instauration de la couronne-or par la loi monétaire de 1892. Or, elle pratiquait déjà sur une vaste échelle une politique de devises

1. Cf. Nogaro, *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1935, p. 27.

2. *Ibid.*, p. 31.

pour régulariser la circulation intérieure et le change. Officiellement, la dénomination de « Gold Exchange Standard » fut pour la première fois conférée au système adopté aux Indes en 1898. La dépréciation de l'argent avait obligé le gouvernement de suspendre la frappe libre de la roupie en 1893. Une stabilisation définitive fut rendue possible par la constitution d'une réserve d'or à Londres, en vertu de la loi de 1898. Cette disposition détermina en quelque sorte le critérium du nouveau système monétaire qui fut, dans la suite, imité par tant d'autres pays¹. L'Argentine, en 1899, adopta un système presque analogue par la fondation d'une Caisse de conversion destinée aux seuls règlements extérieurs. Les Philippines, en 1903, et la Grèce, en 1910, suivirent l'exemple avec de légères modifications.

En 1913, Keynes constate une tendance croissante de la part de plusieurs grands pays européens à transformer une partie de leur réserve en devises². Le Gold Exchange Standard n'est dès lors plus le système des seuls pays dépendant économiquement et politiquement de l'étranger. Il se recommande également aux grands pays créanciers sur le plan des emprunts extérieurs qui ne disposent pas, soit d'un stock métallique assez grand pour suffire en cas de tension monétaire (tel était le cas de l'Allemagne d'avant-guerre), soit d'un marché international de crédits bien organisé (le cas de la France). Keynes arrive alors à la conclusion que le « Gold Exchange Standard » doit être considéré comme le système idéal de l'avenir³.

Lorsque l'on envisagea, après la période de l'avilissement des monnaies principales qui suivit la guerre, la stabilisation des monnaies, l'opinion générale considéra le retour à

1. *Ibid.*, p. 58, 65, 74.

2. Cf. Keynes, *Indian Currency and Finance*, Chap. II, p. 24.

3. *Ibid.*, p. 36.

l'étalon-or, tel qu'il existait avant la guerre (nous assimilons l'étalon boiteux en vigueur alors, dans certains pays, à l'étalon-or), comme le seul moyen de rétablir la confiance. Les principaux obstacles qui s'opposèrent à la réalisation d'un pareil projet furent notamment : la mauvaise distribution du stock-or mondial, l'insuffisance de la production telle qu'elle a été constatée par les experts, le danger d'une appréciation brusque du métal jaune par le fait d'un retour général à l'étalon-or et les inconvénients d'une déflation qui en résulterait.

L'or avait constamment afflué aux Etats-Unis pendant la guerre, et après la guerre jusqu'en 1929. En 1926, 36 % du stock-or mondial se trouvèrent aux Etats-Unis qui n'en possédaient que 18 % en 1914. Cassel écrivit en 1921 ² : « La production n'est pas à présent assez grande pour fournir un accroissement normal du stock-or mondial. Puisque la production annuelle, qui serait nécessaire pour le degré d'évolution constaté, devrait atteindre 132 millions de livres en 10 ans et 174 millions en vingt ans, le danger d'un accroissement totalement insuffisant paraît plus menaçant qu'on ne l'a généralement admis ». La Délégation de l'or du Comité Financier de la Société des Nations, dans son rapport provisoire, arriva encore en 1930 aux mêmes conclusions. Les faits ont cependant démontré l'inexactitude de ces prévisions.

La nécessité de trouver une formule générale pour la solution du problème de l'or aboutit finalement à la convocation de la Conférence de Gênes en 1922. Pour empêcher la hausse du prix de l'or par suite de la concurrence des pays et pour arriver à une meilleure distribution de l'or, la Conférence recommanda aux Banques centrales de coopérer et proposa même l'instauration d'une Chambre de

1. Cf. Cassel, *Das Goldproblem der Welt*, Munich, 1921, p. 73.

compensation, c'est-à-dire d'un clearing de l'or. Le résultat pratique des délibérations de la Conférence fut l'adoption du Gold Exchange Standard qui atteignit sa plus grande extension à la fin de 1928, où il fut appliqué par vingt Etats.

L'avantage du système qui consiste par le fait de l'existence d'un étalon de valeur universellement adopté et compatible avec la détention, par chaque membre de la communauté économique mondiale, d'un minimum de réserves, ne compense pas ses nombreux désavantages. D'abord, le Gold Exchange Standard n'amène nullement une meilleure distribution de l'or. Tout au contraire, les pays, par souci de réaliser des bénéfices ou par des considérations de sécurité politique, sont davantage incités à expédier leurs réserves dans les grands centres financiers qui détiennent déjà la majeure partie du métal jaune. Les dépôts d'or à l'étranger sont d'ailleurs souvent le seul moyen de se procurer des devises pour les pays à balance débitrice. La monnaie de ces pays se trouvera par conséquent dans une forte dépendance des fluctuations sur le marché auquel elle s'est attachée. D'autre part, il existe, sur le plan international, le grand danger d'une double superposition des crédits.

A partir de l'année 1929, la réduction du portefeuille de devises des Banques d'émission reflète le retour des pays au système de l'étalon-or. Le Gold Exchange Standard comme système prédominant n'a fait, en somme, qu'une courte apparition en Europe¹.

1. Cf. Royot, *Rapport sur les mouvements internationaux de capitaux*, présenté le 15 mars 1933 devant la Société de Statistique.

Devises portées au bilan des banques centrales européennes
(En milliards de francs)

Fin 1928	63, 4
1929	57, 6
1930	57, 4
1931	31, 7
1932	11, 8

On entend souvent exprimer l'opinion que le Gold Exchange Standard est responsable de la masse des capitaux flottants, actuellement existants¹. Il est certain que le Gold Exchange Standard, du fait des nombreuses interventions qu'il comportait de la part des banques centrales sur le marché des devises, avait encouragé les banques privées à accroître leur portefeuille de devises, qu'elles pouvaient facilement offrir à la Banque d'émission ; dans ce sens, la masse des capitaux flottants se trouvait accrue. En plus l'expansion des crédits résultant de l'application exagérée du système a facilité probablement l'acquisition des devises de la part des banques privées et des particuliers. L'afflux des devises pouvait donc prendre un caractère cumulatif ; « les devises attiraient les devises »². Ainsi les banques privées françaises continuèrent, après la réforme monétaire de l'année 1928, qui avait mis fin à la pratique du Gold Exchange Standard de la part de la Banque de France, à acquérir des devises au moyen des crédits consentis par la Banque.

Mais, d'autre part, le « Gold Exchange Standard » n'aurait jamais pu être mis en œuvre sans l'existence d'une masse de devises qui se trouvaient thésaurisées du fait qu'elles n'ont pas été absorbées par des achats de marchandises, par des acquisitions de valeurs mobilières, par des paiements extérieurs ou par des achats d'or. Or, les banques centrales qui avaient adopté le Gold Exchange Standard, étaient souvent obligées de recourir au marché pour l'alimentation de leur portefeuille, si elles ne pouvaient pas emprunter à l'étranger ou si elles ne disposaient pas d'une

1. Cf. Royot, *op. cit.*, *Journal de la Société de statistique*, Paris, 1933. Cf. Borle, *Analyse et critique du problème contemporain des règlements extérieurs*, Berne, 1932, p. 43 et 51.

2. Cf. Aftalion, *L'équilibre dans les relations économiques internationales*, Paris, 1937, p. 91.

réserve métallique assez forte pour en convertir une partie en devises¹.

Les fonds liquides détenus à l'étranger par les Banques centrales pratiquant le Gold Exchange Standard jouent pour ces institutions le rôle d'une encaisse ou d'une provision destinée à l'exécution de leur activité normale². La quantité de ces capitaux est relativement stable, leurs mouvements sont moins brusques que ceux des fonds détenus par des banques privées et par des particuliers, à cause d'une certaine prudence qui est propre à la gestion des banques d'émission. Le désir de bénéficier des taux d'intérêt élevés, en vigueur sur certains marchés, et le but spéculatif de profiter des fluctuations du change jouent un rôle absolument secondaire pour le mouvement des disponibilités résultant du Gold Exchange Standard. Les mesures appliquées en vue de lutter contre la Hot Money doivent tenir compte de ce fait.

1. *Ibid.*, p. 85.

2. Cf. Keynes, *Indian Currency and Finance*, Londres 1913, p. 26 et son « *Treatise on Money* », p. 355.

CHAPITRE V

LA POLITIQUE FINANCIÈRE EN MATIÈRE DE CAPITAUX MIGRATEURS

L'afflux des fonds étrangers à court terme exerce son effet le plus immédiat dans le domaine financier par l'intermédiaire des entrées d'or auxquelles il donne lieu, sous certaines conditions¹, dans les pays ayant conservé, l'un des types d'étalon-or. L'accumulation d'importantes réserves d'or dans les caisses des banques privées et auprès de la Banque Centrale élargit la base des crédits qui peuvent être accordés. Ce mouvement crée en outre le danger d'une augmentation excessive des billets et un risque plus général d'inflation, phénomènes qui à leur tour, peuvent provoquer le rappel des capitaux étrangers, non sans infliger de lourdes pertes à l'économie nationale tout entière, ainsi qu'aux capitalistes qui avaient fait confiance au pays-refuge.

§ 1. *La politique de la stérilisation de l'or.*

Le danger d'un accroissement des réserves bancaires, causé par l'afflux des capitaux étrangers, s'est révélé d'une manière particulièrement aiguë aux Etats-Unis depuis 1935. Aussi le gouvernement américain a-t-il réagi contre la surabondance de métal jaune dans les caisses du

1. Le transfert par le moyen de l'or a été considéré au 2^e Chapitre, § 7 B.

Système Fédéral de Réserve par deux séries de mesures importantes. L'une se rapporte à l'excédent des réserves, c'est-à-dire au portefeuille de titres gouvernementaux et à la réserve métallique, détenu par les banques affiliées en plus de la proportion de ces avoirs imposée par la loi ; l'autre tend à écarter plus spécialement l'or des institutions de crédit par la stérilisation au moyen de la constitution d'un fonds spécial, appelé aussi « fonds inactif ».

Le Trésor américain détient ses pouvoirs relatifs à l'achat et à la vente de l'or, grâce au Banking Act du mois de juin 1933. Des règlements d'exécution, émis au mois d'août et de décembre 1933 et au mois de janvier 1934, lui assurent le droit d'acquérir tout or nouvellement extrait et créent l'obligation d'offrir aux pouvoirs publics tout or détenu par des particuliers, à l'exception du métal destiné à des besoins industriels. Le Gold Reserve Act du 30 janvier 1934 décrète expressément la nationalisation de tout or se trouvant sur le territoire américain et exige que celui détenu par les Banques Fédérales de Réserve soit remis au Trésor, sur sa demande, moyennant délivrance de certificats-or. En outre, l'amendement à la Section 19 du Federal Reserve Act, contenu dans le Banking Act de 1935, autorise le Board des Gouverneurs du Système Fédéral de Réserve à modifier les taux de couverture imposés aux banques affiliées.

A la fin de 1935, les réserves des banques affiliées se trouvent accrues d'une manière extraordinaire, à la suite de l'afflux constant des capitaux étrangers et du rapatriement des fonds américains. L'excédent des réserves monte à trois milliards de dollars environ¹, ce qui crée un pouvoir latent d'expansion des crédits allant jusqu'à 30 milliards de dollars. Le Conseil Fédéral des experts (Fédéral Advisory

1. Voir appendice statistique, tableau VI.

Council), attaché au Board des Gouverneurs rappelle qu'il existe, en vertu du Banking Act de 1935, deux moyens de diminuer l'excédent des réserves¹ : la vente du portefeuille de titres gouvernementaux sur le marché ouvert et l'augmentation de la proportion légale de couverture. La politique énergique de la « recovery » qui se poursuit en ce moment s'opposerait à l'adoption de la première méthode, qui est l'« open market policy » dans le sens de la vente des titres d'Etat par les Banques centrales. Celle-ci resserrerait les disponibilités du marché, elle agirait donc dans une direction contraire aux efforts du gouvernement en vue d'une expansion des affaires. Il ne reste donc que le deuxième moyen, la restriction de l'excédent des réserves par le rehaussement des exigences légales relatives à la proportion de la réserve des « member Banks ». Au mois de juillet 1936, cette proportion est relevée de 13 à 19 1/4 % par rapport aux dépôts à vue pour les banques centrales, de 10 à 15% pour les banques affiliées et de 7 à 15% pour les banques non-membres ; en ce qui concerne les dépôts à terme, la couverture légale est dès lors de 4,25 % pour toutes les banques au lieu de 3%, proportion antérieure. Les réserves obligatoires se trouvent de ce fait augmentées de 2,9 à 4,35 milliards de dollars, c'est-à-dire de 50% ; les réserves excessives se chiffrent encore à 1,9 milliards au mois d'août². Néanmoins l'afflux de l'or continue à gonfler l'excédent des réserves jusqu'à ce que de nouvelles dispositions augmentent les réserves obligatoires de 16 2/3 % à deux reprises, au mois de mars et au mois de mai 1937. Le total de l'excédent des réserves est abaissé à 900 millions et la valeur des réserves obligatoires est portée à six milliards de dollars environ.

1. Cf. Donaldson, *The Dollar*, « A study of the « new » and international monetary system », N.Y. 1937, p. 44.

2. Voir appendice statistique, tableau VI.

Or, les autorités américaines se rendent compte assez vite que l'influence exercée sur la structure du crédit par l'or affluant de l'étranger, ne se trouve nullement éliminée par leur politique de diminution de l'excédent des réserves. L'or expédié aux Etats-Unis, soit directement acquis par le Trésor contre paiements sous forme de traites sur les Banques de Réserve¹, soit transféré au Trésor par les Banques de Réserve contre délivrance de certificats-or, continue de cette façon à élargir la base du crédit, bien qu'il n'entre pas matériellement dans le système bancaire. En imitant en quelque sorte le processus employé par les directeurs du Fonds d'égalisation des changes britannique², le Secrétaire du Trésor annonce au 22 décembre 1936 la nouvelle politique de stérilisation de l'or qu'il se propose de suivre en accord avec le Board des Gouverneurs du Fédéral Réserve System : la création d'un compte inactif de l'or est envisagée, l'or nouvellement arrivé sera acheté avec des dollars, préalablement retirés du marché par l'émission de bons du Trésor. Contrairement aux pouvoirs restreints conférés par le Parlement anglais au directeur du Fonds d'égalisation des changes, les emprunts du Trésor en vue de la stérilisation de l'or ne sont point limités.

Le compte inactif de l'or atteint une valeur de 1,27 milliards au mois d'octobre 1937. Le montant de l'or stérilisé par les méthodes envisagées ci-dessus s'élève ainsi à 4,2 milliards, dont trois milliards à raison de l'augmentation des réserves obligatoires et 1,2 milliards qui représente le Fonds inactif de l'or.

Malgré la continuation du courant de l'or vers les Etats-Unis, les autorités adoptent au début de 1938 une politique nettement reflationniste. Cette fois-ci — ce qui est

1. Cf. *Banque des Règlements Internationaux*, 6^e Rapport, p. 19.

2. Le Fonds d'égalisation des changes est traité dans le paragraphe suivant.

assez curieux — l'excédent des réserves n'est pas jugé comme étant de nature dangereuse, comme il le fut au commencement de la politique de stérilisation. Au mois de février, le secrétaire du Trésor annonce que l'or acquis depuis le début de l'année ne sera plus stérilisé que si l'afflux du métal aux Etats-Unis dépasse 100 millions de dollars durant trois mois. Le 16 avril, la proportion des réserves obligatoires est diminuée de 13,25 %, ce qui signifie une augmentation de l'excédent des réserves pour la même somme. En outre, une politique de la libération de l'or est annoncée. Elle aura notamment les deux buts suivants : alléger les charges supportées par le budget à titre de paiements d'intérêts sur les bons du Trésor, émis pour la stérilisation de l'or, et réaliser par la même occasion la politique de reflation envisagée. Cette libération s'effectuera par l'émission de certificats-or contre l'or du compte inactif (1,38 milliard) et contre l'or libre détenu par le Trésor (0,2 milliard). Le Trésor remettra les certificats-or aux banques affiliées contre ouverture de comptes créditeurs pour la même valeur. Les bons du Trésor présentés au fur et à mesure de leur échéance seront remboursés au moyen de ces avoirs, à un rythme de 50 millions de dollars par semaine. Le Trésor disposera de ce fait d'un excellent moyen d'accroître ainsi les disponibilités du marché. L'excédent des réserves se trouve donc accru d'un montant égal à l'émission des certificats-or ; Il atteint au mois de juin 1938 le niveau maximum qu'il avait avant le début de la politique de stérilisation, c'est-à-dire avant la première augmentation de la proportion légale en 1936¹.

L'or stérilisé par la Grande-Bretagne est estimé à 475 millions de livres sterling, comprenant 280 millions détenus

1. Voir appendice statistique, tableau VI.

par le Fonds d'égalisation des changes, 75 millions rendus inactifs, par le fait de la réduction de l'émission fiduciaire de la Banque d'Angleterre et 120 millions provenant des pertes subies par le Fonds sur la vente de l'or à la Banque d'Angleterre, vente effectuée à l'ancien prix légal du métal jaune¹. Ainsi le 85 % de l'or stérilisé en Angleterre a été manipulé par le Fonds. Bien qu'une grande partie de cet or n'a pas pour origine des capitaux migrants proprement dits¹, l'activité des Fonds d'égalisation des changes se révèle du plus grand intérêt pour le problème de la réglementation des capitaux migrants. Nous examinerons donc dans la suite le mécanisme et l'activité du Fonds d'égalisation des changes anglais comme un exemple typique d'un organisme régulateur des mouvements internationaux de capitaux à court terme.

§ 2. *L'intervention par le moyen d'un Fonds d'Egalisation des Changes*

C'est l'Angleterre qui nous offre l'exemple le plus typique de Fonds d'égalisation des changes. Le problème des capitaux migrants en Angleterre se pose d'ailleurs essentiellement à propos du fonctionnement de ce Fonds³. C'est là une des raisons qui nous a engagé à renvoyer jusqu'ici l'étude de l'aspect anglais des capitaux vagabonds⁴.

1. Cf. S.D.N., *Aperçu de la situation monétaire*, 1938, p. 20.

2. Londres reste toujours le marché principal de l'or nouvellement extrait des mines et de l'or provenant de la déthésaurisation des pays de l'Extrême-Orient.

3. Les Fonds d'égalisation des changes, ou plus exactement le Compte d'égalisation des changes (Exchange, Equalisation Account) sera appelé dans la suite le Fonds tout court.

4. Une autre cause de cette mise au second plan est l'absence d'information directes concernant le mouvement des fonds étrangers sur le marché anglais.

1. *Le but du Fonds d'Egalisation.*

Lors de l'instauration du Fonds en 1932, les autorités envisagèrent trois buts : 1) empêcher l'or, affluant au pays à la suite des entrées de capitaux étrangers, de déployer un effet quelconque sur la structure du crédit et sur la circulation fiduciaire ; 2) libérer la politique de crédit de l'influence que l'afflux ou le reflux des capitaux étrangers pourrait avoir sur elle ; 3) assurer une stabilité relative au change, c'est-à-dire empêcher les mouvements spéculatifs, les mouvements de revenu et les mouvements de sécurité d'affecter le change anglais, tout en laissant aux variations de la Balance des comptes la possibilité d'influencer la valeur extérieure de la livre sterling.

Le premier but correspond à celui poursuivi par le Fonds inactif de l'or aux Etats-Unis¹, le problème de la stérilisation de l'or ne se pose pourtant pas de la même manière dans les deux pays. Le fait que le gouvernement américain a confié cette tâche à un organisme spécial montre l'importance qu'il lui attribue².

D'autre part, le danger d'une incorporation durable du métal affluant dans le système bancaire est de moindre importance pour l'Angleterre en comparaison avec celui, qui existe pour les Etats-Unis. La cause en doit être cherchée d'une part, dans le caractère plus transitoire et plus passager des mouvements de sécurité entrés en Angleterre et d'autre part, dans la nature de l'accroissement graduel et — on pourrait dire — organique du stock-or des Etats-Unis depuis la guerre, accroissement qui n'est dû qu'en partie aux mouvements parallèles de fonds étrangers

1. Voir le § 1 de ce chapitre.

2. Ce fait s'explique également par l'incapacité du Fonds de stabilisation des changes américain, précédemment instauré et doté de 2 milliards de dollars consistant en or, de régulariser la situation créée par l'afflux des capitaux étrangers.

pendant cette période. Néanmoins, la stérilisation de l'or doit être considérée comme une attribution importante du Fonds anglais, d'autant plus que le Fonds agissant sur le marché du métal comme acheteur ou vendeur anonyme et revêtu d'un pouvoir d'absorption énorme, exerce une influence prépondérante sur la formation du prix de l'or. Le deuxième but, -donc la libération de la politique des crédits de l'influence des mouvements extérieurs, s'explique par le désir, exprimé par les autorités anglaises après la dévaluation de la livre, d'adopter une politique de l'argent à bon marché, politique qui pourrait se trouver menacée par le mouvement des fonds étrangers¹. La poursuite du troisième but, qui consiste dans la recherche de la stabilité du cours de la livre sur le plan extérieur, se heurte encore plus que les autres aux difficultés offertes par un système de contrôle des changes, ainsi qu'il est conçu par l'activité du Fonds. Or, un problème se pose constamment pour la direction du Fonds, jusqu'à quelle limite faut-il essayer d'écarter l'influence des mouvements de capitaux étrangers et à partir de quel moment ces mouvements doivent-ils être considérés comme étant de nature « normale » et auxquels il faut par conséquent laisser une liberté entière pour qu'ils déploient leur effet salulaire sur le change.

2. *Les deux types de Fonds d'Egalisation des Changes.*

Les divers Fonds d'égalisation ou de stabilisation des changes diffèrent profondément les uns des autres suivant leur manière d'opérer. Il est possible de distinguer sous

1. La période de l'instauration du Fonds coïncide avec les projets de conversion de 2 milliards de livres de l'emprunt de guerre à 5 %. Des taux extrêmement bas et la certitude d'une baisse prolongée pendant la période à venir furent alors d'une importance primordiale. L'afflux des fonds étrangers avait comprimé le taux des bons du Trésor au-dessous de 2 %. Un reflux des mêmes fonds aurait sérieusement entravé la politique monétaire du gouvernement. (Cf. Hall, *The Exchange Equalisation Account*, Londres, 1935, chap. IV).

cet angle deux types fondamentaux : le « type-or » d'une part et le « type-crédit » d'autre part.

Le *type-or* ou, comme on l'appelle aussi, le « type incomplet »¹ se borne à ne régulariser que les fluctuations extérieures résultant des mouvements de capitaux migrants. Il correspond donc à la réalisation du troisième but envisagé ci-dessus : la stabilisation du change. Il ne reçoit aucune compétence pour intervenir sur le marché des crédits. Il n'est pas à même, par conséquent, d'isoler le mouvement des fonds étrangers du marché intérieur. C'est le type qui est représenté par les Fonds qui existent aux Etats-Unis, en France et en Suisse, et qui exista pendant une année en Belgique. Ces Fonds furent dotés, après la dévaluation des monnaies respectives, d'une quantité d'or correspondant à des profits réalisés lors de la réévaluation des réserves-or des banques centrales. Par le fait même de leur dotation en or, ces Fonds ne se prêtent guère à l'action contre l'afflux des capitaux étrangers ; ils ne peuvent s'employer utilement que dans le cas de sorties de fonds.

Le *type-crédit* ou le type complet peut opérer sur deux marchés : sur celui des crédits intérieurs et sur le marché des changes. Il remplit les trois fonctions envisagées comme moyens de défense : la stérilisation de l'or, l'isolement du crédit intérieur de l'influence des mouvements extérieurs et la stabilisation du taux du change de la monnaie nationale. C'est le type représenté par les Fonds anglais et hollandais. Ces fonds peuvent efficacement intervenir dans le cas de l'afflux et dans le cas du reflux de capitaux migrants. Leur dotation initiale consiste en bons du Trésor et ils peuvent se procurer les sommes dont ils ont besoin pour l'achat d'avoirs étrangers par la mise en cir-

1. Cf. Greven, *Fonds d'égalisation des changes et politique des crédits intérieurs*, « *Bank-Archiv* » du 15 décembre 1937.

eulation de ces bons, lesquels sont de nouveau retirés lorsque les Fonds détiennent des disponibilités au delà de leurs besoins immédiats. Le Fonds anglais fournit le meilleur exemple d'un Fonds agissant sur deux marchés.

3. *Le mécanisme du « type-crédit ».*

Pour bien comprendre le mécanisme des Fonds d'égalisation des changes du genre « crédit », envisageons le cas pratique d'une entrée de capitaux français sur le marché anglais : a) sous le système de l'étalon-or intégral ou automatique et ; b) sous le système de l'étalon-or avec Fonds d'égalisation des changes.

a) *L'afflux des capitaux à court terme sous le système de l'étalon-or intégral.* — Admettons que le capitaliste français, exportateur de fonds à destination de l'Angleterre, dispose de ses avoirs en sterling selon l'un des modes suivants : il se fait ouvrir un dépôt auprès d'une banque anglaise, ou bien il thésaurise des billets de banque anglais, ou encore il achète des bons du Trésor britannique. D'autre part, la Banque d'Angleterre peut transformer en or les créances étrangères qu'elle détient du fait du transfert, après qu'elles lui ont été offertes par les Joint Stock Banks qui les ont reçues du détenteur des disponibilités importées ; la Banque augmente par là la réserve monétaire du pays¹. Elle peut aussi garder les devises ainsi obtenues dans son portefeuille². Le schéma suivant met en opposition ces

1. L'or peut aussi être « earmarked » auprès de la Banque de France, mais nous faisons abstraction de cette éventualité.

2. La Banque paraît avoir pratiqué la thésaurisation de devises avant 1931/32 sur une plus vaste échelle qu'on ne tend à le croire généralement. (Cf. Hohlfeld, *Le Fonds d'égalisation des changes anglais. Considérations sur le changement de structure de la politique bancaire anglaise*, dans le « *Bank-Archiv* » du 1^{er} au 15 octobre 1936, p. 7). La Banque n'est pas obligée de publier son portefeuille de devises dans son bilan hebdomadaire, les créances à court terme sur l'étranger qu'elle détient, sont contenues dans la rubrique intitulée « autres titres », elles se trouvent surtout dans le département de l'émission.

diverses possibilités et enregistre leur effet sur la capacité latente des banques de dépôts de procéder à une expansion des crédits. Il n'a été tenu compte que des éventualités les plus importantes.

SCHEMA III¹

L'effet d'une entrée de capitaux étrangers sur le crédit

Dispositions prises par l'importateur du capital		Dispositions prises par la Banque Centrale	
		I. Conversion des avoirs étrangers en or	II. Thésaurisation de devises
A	Dépôts	Augmentation	Diminution
B	Thésaurisation de billets	Pas de changement	Plus grande diminution
C	Achat de bons du Trésor....	Pas de changement	Pas de changement

Dans la première supposition (I, A) le capitaliste français, importateur de capitaux, se fait ouvrir un compte de dépôt auprès d'une des grandes banques anglaises. Celle-ci détient alors comme contrepartie une créance sur son correspondant en France. Cette créance étrangère est offerte à la Banque d'Angleterre qui la transforme en or. La circulation des billets se trouve de ce fait augmentée d'un montant égal à la quantité de l'or importé. Mais les banques de dépôt disposant d'une encaisse d'autant plus forte sont à même d'accroître le volume de leurs dépôts dans la proportion de 1 à 10, proportion qui est consacrée par l'usage. Puisque le capitaliste français dispose d'un dépôt de valeur 1, il reste encore un montant neuf fois plus grand à la disposition des clients anglais de la même

1. Une augmentation de la liquidité des Joint Stock Banks entraîne la possibilité d'une expansion des crédits. La proportion de l'expansion est de 1 à 10, basée sur les disponibilités de premier degré (billets et comptes créanciers à la Banque d'Angleterre).

banque. Les conditions sont données pour une forte augmentation des crédits.

La deuxième possibilité (I, B), qui est celle de la thésaurisation des billets de la part de l'étranger, ne donne lieu à aucun changement de la masse des dépôts. L'étranger retire de la circulation la quantité des billets émis, à la suite de l'importation de l'or. L'encaisse des banques de dépôt ne varie pas¹.

Dans la troisième éventualité envisagée dans notre schéma (I, C), l'étranger acquiert des bons du Trésor ; ce cas ne s'est sans doute pas souvent présenté en réalité, sous le régime de l'étalon-or automatique, mais il est indiqué de l'envisager tout de même à cause du rôle que cette opération jouera, dans la suite, pour le fonctionnement du Fonds d'égalisation. Supposons que l'étranger devienne d'abord détenteur d'un dépôt, tout se passe donc de la même manière que dans le premier cas. Mais ensuite, le client étranger s'adresse à sa banque pour qu'elle lui livre des bons du Trésor. La banque achète ces titres sur le marché et les transmet à son client. Le dépôt du client est annulé et l'encaisse a diminué d'autant par l'achat des bons du Trésor. L'afflux du capital étranger n'a guère eu d'effet sur le crédit intérieur du pays, du moins pas directement².

Admettons maintenant que la Banque d'Angleterre thésaurise les devises et que le client étranger détienne un dépôt (II, A). Les devises sont achetées par le « Banking

1. Bien entendu, la Banque d'Angleterre peut toujours accroître les disponibilités du marché par la voie de l'open market policy ; elle peut aussi augmenter son émission fiduciaire comme mesure contre la thésaurisation de ses billets par les étrangers, ce qu'elle semble avoir fait à plusieurs reprises depuis 1936, l'année de la crise du franc français. Nous ne tenons pas compte de cette possibilité ici.

2. Il y a lieu de mentionner une exception, c'est le cas où le vendeur des bons du Trésor est une autre banque ou qu'un particulier, vendeur des bons, apporte son pouvoir d'achat à la banque ; alors une expansion est possible.

Department » sur le marché ; elles passent ensuite au Département de l'émission au moyen de la vente d'une quantité de bons du Trésor détenus par ce dernier. La rubrique de la situation hebdomadaire du Département de l'émission qui est intitulée « autres titres » augmente et celle des « titres gouvernementaux » diminue d'autant. Aucune augmentation n'a lieu dans la circulation des billets. Le Département de la banque, qui joue en quelque sorte le rôle d'un intermédiaire, passe les bons du Trésor aux banques privées, dont la liquidité se trouve de ce fait diminuée. Au lieu des devises qu'elles détenaient au moment de l'ouverture du dépôt à l'étranger, elles reçoivent alors des bons du Trésor. Leur encaisse ne varie point, mais des valeurs actives d'un moindre degré de disponibilité forment la contrepartie des engagements résultant du dépôt de l'étranger. Les banques auront tendance à restreindre les crédits qu'elles accordent. L'entrée de capitaux étrangers déploie dans ce cas un effet contractant.

Si l'étranger thésaurise des billets en livres sterling (II, B), la banque privée perd une partie de son encaisse, ses engagements se trouvent diminués de la même valeur (en supposant toujours que l'étranger détienne d'abord un dépôt en banque) ; mais en raison de la diminution de la proportion de l'encaisse, elle peut être obligée de restreindre les crédits jusqu'à une valeur neuf fois plus grande que celle des billets retirés du fait de la thésaurisation de l'étranger.

La dernière possibilité qui est celle de l'achat de bons du Trésor de la part de l'importateur de capitaux (II, C), ne cause aucun changement dans les crédits intérieurs. Les valeurs actives que les banques avaient reçues en échange de leurs devises sont transférées au client étranger dont le dépôt se trouve de ce fait supprimé.

Considérons la situation telle qu'elle se développe lorsque le Fonds intervient.

b) *L'afflux des capitaux à court terme sous le système de l'étalon-or avec Fonds d'Egalisation des Changes.* — En restant toujours dans la supposition d'un afflux des capitaux étrangers¹, on constate une augmentation du portefeuille de devises des banques privées; les devises sont ensuite offertes au Fonds. Le Fonds ne dispose au début de son activité que des bons du Trésor dont il fut doté lors de sa création; il est obligé de s'en défaire dans la mesure des entrées de capitaux étrangers. Les bons du Trésor sont achetés directement par les Joint Stock-Banks, ou ils y parviennent indirectement lors des opérations de prêt sur nantissement de titres². La proportion de l'encaisse de ces banques se trouve par là diminuée, l'afflux des fonds étrangers a dans ce cas pour conséquence une restriction des crédits.

Considérons d'abord le cas d'une conversion en or des créances étrangères par le Fonds, suivie d'une vente de l'or à la Banque d'Angleterre. Bien que le Fonds avait été constitué dans le but d'isoler les variations des avoirs étrangers en Angleterre du système monétaire du pays, la Banque d'Angleterre est constamment intervenue au cours de ces dernières années pour augmenter ses réserves métalliques. D'après ses statuts, la Banque achète de l'or au prix correspondant à l'ancienne parité, soit à 85 shilling l'once fin, tandis que le Fonds acquiert du métal jaune au prix du marché variant autour de 140 shilling l'once. Le

1. Il ne sera pas difficile pour le lecteur de reconstruire la gamme des événements dans le cas d'un reflux des capitaux étrangers. Voir à ce sujet la description d'une sortie de capitaux français dans l'article *Crédits intérieurs et Fonds d'égalisation* de l'« *Economist* » du 18 mai 1935.

2. Cf. L'« *Economist* » du 6 janvier 1936, *La politique monétaire de la Grande-Bretagne*.

Fonds supporte les gains et les pertes réalisés dans l'exercice de ses fonctions.

La transformation des créances étrangères en or subit donc une complication importante du fait de la différence entre le prix officiel et le prix du marché de ce métal. Supposons que le Fonds acquiert des devises contre des bons du Trésor pour le montant de 100¹. Ces devises, des francs français; par exemple, sont transformées en or à la Banque de France. L'or d'une valeur de 100 (prix du marché) est vendu par le Fonds à la Banque d'Angleterre pour 70 à cause du prix statutaire. La Banque paie avec des bons du Trésor; elle achète ces bons par hypothèse sur le marché, c'est-à-dire auprès des banques privées. La circulation des billets se trouve accrue de 70, la liquidité des banques privées, laquelle avait précédemment diminué à cause de l'afflux des actifs de deuxième degré (devises et bons du Trésor), augmente : les banques disposent d'une nouvelle encaisse de 70 et leur portefeuille s'est accru de 30. Tout dépend maintenant de ce que l'étranger pense faire de son avoir en sterling, s'il le laisse en dépôt, s'il thésaurise des billets ou s'il achète des bons du Trésor. Tout se passe de la même manière, comme dans l'exemple de l'étalon-or automatique, sauf qu'une disproportion entre l'accroissement de la circulation et l'accroissement éventuel des crédits doit être prise en considération.

De même, la thésaurisation des devises par le Fonds pose les problèmes identiques à ceux que l'on a relevés sous a), elle correspond bien à la thésaurisation pratiquée par le Département de l'émission de la Banque d'Angleterre avec les conséquences en partie déflationnistes qu'elle peut avoir. C'est sur cette analogie entre la manière d'opérer d'une Banque d'émission moderne, d'une part, et d'un Fonds

1. Cf. l'exemple donné par Hohlfeld, article cité, p. 42.

d'égalisation des changes du « *type-crédit* », d'autre part, que se basent les propositions qui ont été faites au sujet de la réunion durable de ces deux institutions¹.

Ces constatations faites, on peut se demander, quel avantage offre alors la création d'un organisme spécial qui remplit techniquement les mêmes fonctions qu'une banque d'émission pourvue des compétences pour intervenir sur le marché libre. D'abord les autorités considèrent le secret gardé autour des opérations effectuées par le Trésor comme une condition essentielle de la lutte contre la spéculation ; l'expérience a démontré qu'il l'a souvent favorisée, tout au contraire. Or, la situation publiée toutes les semaines par la Banque d'Angleterre aurait toujours permis de tirer des conclusions quant aux interventions de la Banque concernant les capitaux migrants, même si l'on avait continué à porter les devises dans la rubrique des « autres titres ». D'autre part, tout changement quelconque se rapportant à l'organisation interne de la Banque d'Angleterre aurait, au moment de la crise anglaise en 1932, empêché le retour tant espéré de la confiance dans la livre. Il s'agit alors de ne rien changer aux institutions traditionnelles de la place de Londres. Une autre raison qui rendit la création d'un organisme régulateur de caractère officiel indispensable fut que la Banque d'Angleterre dans sa qualité de société privée appartenant à des particuliers n'aurait guère consenti à supporter les risques considérables que les opérations sur devises comportent à la longue.

Après avoir examiné le but du Fonds d'égalisation des changes, le mécanisme de ses opérations ainsi que leurs conséquences sur le crédit, et après avoir énuméré ses principaux avantages, nous envisagerons, dans la suite de notre exposé, l'activité du Fonds anglais depuis sa

1. Cf. Hall, *op. cit.*, Chap. VII.

fondation en 1932. A raison de la discrétion qui entoure les opérations du Fonds, on est obligé de se baser sur des estimations sommaires. Néanmoins, ces données nous permettront de connaître dans une certaine mesure la nature et l'extension du mouvement des capitaux migrants en Angleterre pendant cette période.

4. *L'activité du Fonds anglais d'égalisation des changes depuis 1932.*

a) *La crise de la livre en 1931.* — Les événements d'ordre financier qui ont immédiatement précédé la chute de la monnaie anglaise suffiraient eux seuls à expliquer l'abandon de l'étalon-or par l'Angleterre au mois de septembre 1931. Mais on estime généralement que des circonstances relatives à la structure de la production anglaise, dont le niveau des coûts et des salaires était trop élevé comparé avec celui des pays concurrents, et à la surévaluation de la livre lors de la stabilisation en 1925, étaient la cause profonde de sa dépréciation. La livre n'avait d'ailleurs pas arrêté depuis 1925 de se rapprocher du point de sortie de l'or. Ce sont néanmoins les incidents qui eurent lieu sur les marchés financiers du Continent et d'Angleterre, pendant l'année 1931 qui décidèrent les autorités à suspendre la convertibilité de la livre sterling.

La crise commença à Vienne où la débâcle de la Kredit-Anstalt, au mois de mai 1931, marqua le début de toute une série de catastrophes qui amenèrent finalement l'effondrement du crédit international. Le 13 juillet, la Danat Bank ferma ses guichets, après que le moratoire Hoover eût tenté d'arrêter le rapatriement des capitaux étrangers placés en Allemagne. La crise gagna alors la place de Londres.

Le marché de Londres regorgeait à cette époque de fonds

étrangers susceptibles de retrait immédiat malgré la déflation qui avait fortement comprimé le volume du commerce international. La présence de ces avoirs étrangers s'expliquait alors par des raisons multiples. C'était en partie des fonds provenant des banques d'émission étrangères qui avaient adopté le système du Gold Exchange Standard. Mais il y avait aussi d'autres avoirs de caractère moins stable, provenant notamment des mouvements de sécurité qui s'étaient dirigés vers l'Angleterre à l'occasion de la dépréciation du franc français entre 1924 et 1926. Ces fonds n'avaient pas été rapatriés par les banques françaises qui les maintenaient depuis la stabilisation pour profiter des taux élevés pratiqués sur la place de Londres¹ ; obéissant d'abord à des motifs de sécurité, ils s'étaient transformés en placements effectués en considération du revenu. D'autre part, des phénomènes plus généraux que l'on avait pu observer sur le marché des crédits, après la guerre, avaient augmenté la quantité de capitaux gardés sous la forme de placements à court terme au détriment des placements de longue durée. Le gonflement des portefeuilles par des émissions gouvernementales à courte échéance, sous forme de bons et d'obligations du Trésor et la diminution des emprunts extérieurs à long terme accordés aux pays neufs, diminution provoquée par l'insécurité politique et monétaire, en furent les causes principales.

Lorsque la crise éclata l'endettement exagéré de la place de Londres était trop connu pour ne pas exposer ce marché à la même panique que celle qui régna alors sur les marchés du Continent. La Banque d'Angleterre recourut même à des crédits extérieurs qui lui furent accordés par la France

1. Cf. Robbins, *La Grande dépression*, 1929-1934, Paris, 1935 (traduction), p. 113.

et par les Etats-Unis. Le taux d'escompte officiel ne fut pas élevé à un niveau correspondant au danger de la situation¹ et l'émission fut élargie. Ces circonstances aggravèrent la situation et le 21 septembre, la Grande-Bretagne suspendit l'étalon-or. Durant deux mois, 200 millions de livres avaient été remboursés aux créanciers étrangers, le portefeuille des devises de la Banque d'Angleterre avait diminué et la réserve-or était tombée au-dessous de 130 millions. La livre fut laissée à l'état flottant, elle atteignit le cours de 3,30 dollars à la fin de l'année contre 4,86 2/3 dollars qui était le cours du pair.

b) *La création du Fonds en 1932 et son intervention pendant les années subséquentes.* — Le retour de confiance dans la devise anglaise provoqua au début de l'année 1932 un afflux des capitaux étrangers en Angleterre. Il s'agit alors pour la Banque de reconstituer une forte réserve monétaire pour exclure toute éventualité d'une nouvelle baisse de la livre dans le cas d'un reflux des capitaux étrangers. La Banque d'Angleterre était encore tenue de comptabiliser ses réserves-or à l'ancien prix. Des acquisitions du métal jaune au nouveau prix du marché auraient alors causé de lourdes pertes aux actionnaires de la Banque. Ainsi la Banque s'apprêta à recevoir surtout des devises, puisqu'elle n'était soumise à aucune restriction relative à ces opérations. Ce fut alors le Trésor qui commença à accumuler une réserve occulte en achetant de l'or sur le marché, en qualité d'acheteur anonyme. Au mois d'avril 1932, le Chancelier de l'Echiquier proposa dans son discours devant la Chambre des Communes la création d'un Fonds d'égalisation des changes pour régulariser cette double activité, tant risquée pour la Banque et si coûteuse pour

1. *Ibid.*, p. 119.

les finances publiques. Le Fonds fut définitivement constitué par le « Financial Act » du 18 juin 1932.

La dotation initiale fut de 150 millions de livres sous forme de bons du Trésor et de 25 millions de livres provenant de l'ancienne « réserve de change du dollar », compte d'Etat inutilisé¹. Au début de 1933, une nouvelle attribution de 200 millions de livres sous forme de bons du Trésor porta les ressources du Fonds à un total de 375 millions de livres. Les bons du Trésor ainsi remis au Fonds, ne font pas encore partie de la circulation des bons du Trésor proprement dits, c'est le Fonds qui les détient en attendant qu'un afflux de capitaux étrangers l'oblige à intervenir. Dans ce cas, le Fonds vend une partie des bons sur le marché, de préférence aux banques commerciales, pour se procurer les ressources en sterling nécessaires à l'absorption des devises offertes ; ces devises sont ensuite converties en or par le Fonds.

Depuis que le Fonds a commencé son activité, des spécialistes ont essayé d'évaluer la variation de ses actifs pour pouvoir en tirer des conclusions quant à l'importance de ses interventions, et faire ainsi des estimations relatives au développement futur du change. Paish² se base dans ses calculs sur les diverses méthodes de l'émission des bons du Trésor, employées par le gouvernement anglais.

Les emprunts à courte échéance du Trésor se font par deux moyens : d'abord par des avances directes accordées par la Banque d'Angleterre et par d'autres départements au Département du Trésor, ce sont les avances des « voies et des moyens » ; en second lieu, ses emprunts s'effectuent au moyen de l'émission des bons du Trésor. La première

1. S.D.N., *Aperçu de la situation monétaire*, 1936-37, p. 56.

2. Cf. Paish ses trois articles : *Le Fonds d'égalisation des changes britanniques*, « *Economica* », février 1935, février 1936, août 1937.

méthode est si peu utilisée en comparaison avec la seconde qu'il est possible de la négliger ici. Les bons du Trésor sont émis de deux manières : une partie est offerte au public chaque semaine par la voie des enchères, ce sont notamment les banques commerciales et d'autres institutions faisant partie du marché monétaire qui les achètent ; l'autre partie est acquise au cours fixe par les différents départements publics et aussi quelquefois par la Banque d'Angleterre, quoique celle-ci détienne également des bons acquis directement sur le marché ou achetés suivant la première manière, celle des enchères. Les bons du Trésor émis d'après la première méthode sont appelés « tender bills » et ceux émis d'après la seconde méthode « tap bills »¹.

On possède des données concernant l'émission hebdomadaire des bons vendus aux enchères (tender bills) et l'on connaît également le total des bons du Trésor émis à la fin de chaque semaine. On peut donc calculer sur la base des chiffres, donnant l'émission des « tender bills » pendant les 13 dernières semaines (la vie des bons du Trésor étant de trois mois de l'année civile), la valeur de tous les bons du Trésor émis par le « tender » qui sont actuellement en circulation. La différence entre le total de tous les bons émis, que l'on connaît, et ce chiffre donne le montant des bons émis par le « tap ». Or, on a pu constater que la quantité de « tap bills » que les départements détenaient avant la création du Fonds se maintenaient à peu près à un niveau constant, estimé à 145 millions de livres², en déduisant

1. Paish (1935), p. 63 ; cf. L' « Economist » du 10 mars 1934, article intitulé : *La distribution des bons du Trésor*.

2. Déjà dans son premier article, Paish fait valoir certaines réserves en énonçant ce chiffre (cf. *ibid.*, p. 73) ; plus tard (*ibid.*, 1937, p. 344) il remarque qu'à partir de la fin de 1935 de nombreuses exceptions diminuent la certitude de cette supposition. Les « tap bills » détenus par les départements publics subissent de grandes variations dues à des méthodes exceptionnelles appliquées par les autorités au financement du service de la dette.

ce montant du chiffre que l'on a obtenu pour l'émission par le « tap » on arrive à établir la quantité d'ailleurs hypothétique de « tap bills » qui est détenue par le Fonds d'égalisation. Les fluctuations des émissions de bons du Trésor par le « tap » reflètent donc, suivant cette supposition, des variations des actifs en sterling détenus par le Fonds, elles reflètent inversement les changements des actifs consistant en or et en devises. La différence entre la dotation initiale de bons du Trésor de 350 millions de livres et le montant actuellement détenu sous forme de « tap bills » donnerait le montant effectivement dépensé par le Fonds pour acquérir du métal ou des avoirs étrangers.

Lorsque le Fonds se vit obligé, tout au début de son activité, de faire face à des sorties de capitaux, il se trouva dans l'impossibilité d'agir parce que ses actifs consistaient uniquement en sterling. Il semble avoir converti alors une partie de ses bons du Trésor en devises à la Banque d'Angleterre. En effet, les « autres titres » du Département de l'émission diminuèrent de 40 millions de livres au mois de juillet 1932, tandis que les « titres gouvernementaux » augmentèrent de la même valeur¹. Les capitaux qui affluèrent pendant la seconde moitié de l'année 1932, représentaient surtout des fonds anglais qui retournaient étant données les meilleures perspectives qui s'annonçaient dans l'activité financière et industrielle². Les autorités envisagèrent alors un élargissement de la base du crédit, lequel ne pouvait se faire sans le concours du Fonds d'égalisation à cause du prix statutaire de 85 shilling restant en vigueur pour les acquisitions de l'or de la Banque d'Angleterre. Le Fonds intervint alors pour supporter les pertes de cette opération. D'autre part, la conversion

1. S.D.N., *op. cit.*, p. 56.

2. *Ibid.*, p. 57.

de l'emprunt de guerre 5 % nécessitait une politique de grande liquidité. Il paraît qu'une forte proportion de l'or acquis par le Fonds d'égalisation au cours de l'année 1932 prit le chemin de la caisse de la Banque, dont la réserve-or passa de 122 millions (évaluée au pair) qu'elle était au mois de septembre 1931, à 140 millions de livres au mois de février 1933.

En automne 1932, la pression saisonnière à laquelle la livre est habituellement sujette, se fit particulièrement sentir. Le cours du dollar passa à 3,20. Le Fonds d'égalisation acheta des devises et de l'or pour arrêter le glissement de la livre. La crise américaine augmenta le reflux des capitaux, les banques américaines procédèrent à la liquidation de leurs avoirs à l'étranger.

La situation de la livre ne s'améliore qu'au début de 1933. Les afflux des capitaux étrangers sont alors importants, des mouvements de « sécurité » en provenance des Etats-Unis dépassent les retraits des banques américaines. L'accroissement de la circulation fiduciaire de 260 à 275 millions, auquel on avait procédé au mois d'août 1931, est compensé. L'augmentation de 200 millions des ressources mises à la disposition du Fonds d'égalisation est une autre preuve de l'importance des entrées de capitaux étrangers à cette époque. La réserve-or de la Banque d'Angleterre se porte à 190 millions de livres à la fin de l'année.

A partir de 1934, le Fonds d'égalisation travaille davantage dans le sens d'une compensation des entrées de capitaux migrants. La réserve-or de la Banque d'Angleterre n'augmente que peu jusqu'en 1936, où elle atteint 200 millions de livres. Le rapatriement des avoirs américains après la stabilisation du dollar au mois de janvier 1934 pèse sur la balance des paiements. La livre tombe à 74 fr. malgré la vente de change par le Fonds d'égalisation. Il

semble alors que les ressources du Fonds en devises sont épuisées. Un recours aux réserves-or de la Banque d'Angleterre semble être hors de question, vu l'augmentation de la circulation basée sur l'or et à cause de la politique de « l'argent à bon marché », recommandée par le gouvernement¹.

Le début de 1935 apporte une légère amélioration pour la livre. L'attentat de Marseille au mois de novembre 1934 et le plébiscite de la Sarre provoquent des mouvements de « sécurité » à destination de Londres. Mais à partir du mois de février, la situation change brusquement, la livre tombe à 71 francs. Le Fonds perd trois milliards de francs français². Un nouveau changement a lieu au mois de mars où la solidité des monnaies du bloc-or est sérieusement mise en doute. Le franc belge est dévalué le premier avril. Le Fonds intervient fréquemment en vendant des livres, il récupère les pertes subies au commencement de l'année et il accroît, même au delà, ses actifs étrangers jusqu'à un montant de neuf milliards de francs environ. Au mois de septembre, le Fonds se voit de nouveau obligé de vendre des livres, en partie à cause de la demande commerciale saisonnière de dollars. Mais à la fin de l'année, le Fonds semble avoir reconstitué ses avoirs étrangers à un montant de 10 milliards de francs.

Les acquisitions d'or effectuées par la Banque auprès du Fonds ne sont pas considérables durant l'année 1935, néanmoins les opérations du Fonds ont eu la même influence sur le volume du crédit qu'auraient eue l'achat et la vente de l'or sous le système de l'étalon-or intégral. En effet, lorsque le Fonds perd de l'or et des devises, il semble, à cette époque, déposer ses avoirs accrus de sterling auprès

1. Cf. Paish, article cité, 1935, p. 68.

2. *Ibid.*, 1936, p. 79.

de la Banque d'Angleterre sous forme de « dépôts gouvernementaux », au lieu de les échanger contre les bons du Trésor comme il avait été prévu. Les « dépôts gouvernementaux » passent de 6 millions de livres au mois de septembre à 36 millions au mois d'octobre pour retomber à 7 millions au mois de décembre, sans que d'autres circonstances puissent expliquer ces variations¹. Pendant la même période, les dépôts à la Banque d'Angleterre, détenus par les banques commerciales, diminuent, ce qui influence directement la proportion de leur encaisse à mesure que les dépôts étrangers sont retirés. Ainsi le reflux des capitaux étrangers provoque bien une contraction des crédits malgré l'intervention du Fonds d'égalisation. Pendant toute cette époque, le cours de la livre varie peu, ce qui permet de croire que l'on se trouve peut-être en face d'une nouvelle technique de stabilisation des changes².

Sauf deux exceptions, le Fonds et la Banque paraissent avoir continuellement augmenté leurs stocks-or depuis la fin de 1935. Le premier recul est dû au crédit de 40 millions de livres, accordé au gouvernement français au mois de février 1936, la deuxième pression se fait sentir après la dévaluation du franc français au mois de septembre 1936.

L'augmentation de l'or détenu par la Banque et le Fonds, depuis le début de 1936 jusqu'au mois de juin 1937, est estimée à 281 millions de livres au prix du marché, contre une augmentation totale pour la période de cinq ans, couvrant l'activité entière du Fonds, de 550 millions, ce qui porte le stock-or global du pays à 750 millions de livres³. La circulation fiduciaire de la Banque a été diminuée de 75 millions de livres depuis juin 1932, ce qui a permis à la

1. Cf. Paish, *ibid.*, p. 80.

2. Cf. Paish, *ibid.*, p. 81.

3. Paish, 1937, p. 345.

Banque d'acquérir de l'or pour 206 millions de livres et de n'émettre des billets que pour un montant de 131 millions de livres en plus¹. Grâce aux interventions du Fonds d'égalisation des changes, la Banque d'Angleterre a pu se reconstituer une réserve métallique importante pendant ces dernières années, sans avoir à subir les conséquences fâcheuses d'une forte inflation du pouvoir d'achat. D'autre part, le Fonds a su maintenir la livre au niveau voulu, malgré l'afflux presque continu des fonds étrangers depuis 1932. Par là, il a prouvé son efficacité dans la lutte contre les capitaux migrants. L'éventualité de retraits massifs des capitaux étrangers peut être envisagée avec calme par les autorités anglaises, le remboursement des créanciers étrangers étant infiniment mieux assuré à l'heure actuelle qu'il ne l'était en 1931.

§ 3. *Les conventions bancaires.*

Un exemple typique de lutte contre les capitaux migrants par le moyen de conventions bancaires est fourni par la Suisse.

Les mesures prises par les banques suisses contre l'« afflux exagéré de fonds étrangers » constituent un effort collectif tenté en vue de restreindre les dépôts étrangers auprès des banques privées. L'efficacité de ces mesures pour empêcher l'entrée des capitaux semble être assez limitée ainsi que le démontre le développement du mouvement des fonds étrangers en Suisse pendant les mois qui suivent leur introduction², quoiqu'un certain effet psychologique ne puisse cependant être nié.

Au mois de septembre 1937, la crise du franc français

1. *Ibid.*

2. Cf. Chap. III, sect. II, § 7, ci-dessus.

agissant de pair avec la baisse du marché américain, tend à augmenter hors mesure l'afflux des capitaux en direction de la Suisse. C'est à ce moment que la Banque Nationale, poussée par la nécessité de sauvegarder sa liquidité dans le cas du retrait des capitaux étrangers, s'adresse aux banques commerciales pour leur proposer la conclusion d'un accord relatif à la restriction des disponibilités étrangères affluant dans le pays. La durée des délibérations s'explique par les difficultés particulières qui existent dans ce domaine pour distinguer telle catégorie de dépôts que l'on veut déclarer nuisible, de telle autre que l'on veut attirer, en lui offrant une rémunération. Si l'on arrive finalement, le 7 novembre 1937, à la conclusion d'un gentlemen's agreement, donc à une convention qui ne prévoit pas de sanction, les banques se réservent de nombreuses exceptions qui font de l'accord un instrument qui n'est guère susceptible d'arrêter l'afflux des fonds étrangers.

La convention dont la validité est limitée jusqu'à la fin de 1938, est entrée en vigueur le premier décembre 1937 ; elle contient les dispositions suivantes : tous les dépôts étrangers à vue, libellés en francs suisses, doivent être convertis en dépôts à terme avec un délai de dénonciation de trois mois au moins. De nouveaux dépôts à vue ne sont plus acceptés par les banques ; les dépôts à terme constitués pour une période de moins de six mois sont tenus de payer une commission de un pour cent, les dépôts de la durée de neuf mois ne touchent aucun intérêt. On prévoit toutefois des exceptions pour les dépôts qui servent aux affaires courantes, traitées habituellement avec des particuliers ou des banques résidant à l'étranger, et aussi pour les sommes déposées en vue de paiements à l'occasion de crédits commerciaux ou à titre de remboursements d'emprunts. Enfin sont exclues des restrictions proclamées par la dite

convention, les dépôts étrangers destinés à financer des opérations sur valeurs mobilières. En outre, les banques se déclarent d'accord de ne plus accepter des dépôts pour le compte d'étrangers, consistant en billets de banque suisses, soit sous forme ouverte, soit sous forme fermée. Les clients sont tenus de s'obliger par écrit lors de la location de safes, de ne pas y déposer des billets suisses.

Parmi les autres pays faisant une discrimination dans leur manière de traiter les dépôts en banque, on peut citer la Suède et l'Argentine. L'association des banques suédoises décide au mois de novembre 1937 de ramener les intérêts touchés par les déposants étrangers de 2 à 1,5 %. A partir du mois de mars de l'année 1937, on avait déjà cessé de verser un intérêt quelconque aux dépôts appartenant aux banques étrangères. Les dépôts d'épargne continuent à être rémunérés à deux pour cent par an.

L'introduction de la mesure envisagée s'explique par l'accroissement exceptionnel des avoirs étrangers en Suède pendant l'année 1937. Des rumeurs relatives à un projet des autorités du pays consistant à détacher la couronne du bloc-sterling, la monnaie nationale étant jugée comme sous-évaluée artificiellement, attirent la spéculation internationale, laquelle escompte la probabilité d'une hausse de la devise suédoise. Les montants déposés en Suède par des banques et des particuliers étrangers passent de 288,3 millions de couronnes au mois de septembre 1936 à 557,3 millions au mois de septembre 1937¹. Il résulte du motif d'ordre essentiellement spéculatif, qui est à la base de ce mouvement de fonds, qu'il ne peut pas être considéré comme un mouvement de sécurité dans le sens que nous avons adopté.

Un problème analogue s'est posé pour l'Argentine au

1. Cf. S.D.N. *Monnaies et banques*, 1937-38, t. I, p. 24.

cours de la même année. L'afflux des mouvements spéculatifs à la fin de 1936 et au début de 1937, se reflète dans la hausse du cours du peso « libre » qui passe de 38,1 % à 41,8 % de sa parité-or de 1929. L'achat de 215 millions de pesos sur le marché libre au début et la vente de 193 millions à la fin de cette période par la banque centrale illustrent l'importance du mouvement des fonds étrangers à court terme pendant un laps de temps couvrant une année à peine¹. Le gouvernement ne semble pas voir d'un bon œil l'évolution qui tend à faire du peso une monnaie de spéculation. La forte baisse du peso libre qui se produit au début de l'année 1938 est due en partie à des manipulations volontaires de la part des autorités compétentes, lesquelles cherchent plutôt à procurer un avantage au commerce extérieur du pays qu'à assurer le maximum de sécurité aux capitaux migrants venant de l'étranger². D'autre part, des mesures ont été prises pour supprimer les intérêts versés sur les dépôts étrangers³.

En ce qui concerne la Grande-Bretagne, il paraît que la Banque d'Angleterre s'est adressée au mois de novembre 1937 à l'association des banques britanniques pour arriver à la conclusion d'une convention au sujet des intérêts payés aux déposants étrangers. Une réduction des taux de 1 1/8 et de 1 1/4 %, actuellement en vigueur, à 3/4 % fut recommandée. Mais aucune entente n'a pu être réalisée entre les « Big Five » jusqu'à ce jour⁴.

1. Cf. *Banque des Règlements Internationaux*, 8^e rapport, p. 79.

2. Cf. Jenny, *Le Peso argentin*, dans « *Le Temps* », du 7 février 1938.

3. Cf. B.R.I. *op. cit.*, p. 80.

4. Cf. Einzig, *Intérêts sur dépôts étrangers*, « *The Banker* », février, 1938.

CHAPITRE VI

CONCLUSION

Il n'est pas dans notre intention d'enrichir la « thérapeutique » économique en proposant une nouvelle méthode destinée à combattre l'abondance et l'instabilité des capitaux liquides. Les organismes existants, tels qu'ils ont été envisagés, nous semblent amplement suffisants pour remplir cette fonction ; il ne s'agit — à notre avis — que de les perfectionner et, surtout, de les diriger d'après des préceptes basés sur une connaissance aussi complète et aussi précise que possible du phénomène envisagé.

Qu'il nous soit permis de retracer simplement ici en raccourci le chemin que nous avons parcouru et de mettre en relief les grandes lignes qui se dégagent de notre étude.

Les mouvements de capitaux à court terme ont acquis, à l'époque actuelle, une place prépondérante dans la Balance des paiements de maints pays. Leur importance ajoutée à leur irrégularité, crée la nécessité d'une meilleure connaissance du phénomène, tant au point de vue pratique et statistique, qu'au point de vue théorique.

Toute analyse dans le domaine économique doit être précédée d'explications portant sur la terminologie employée et elle doit, au préalable, procéder à un travail de classification pour déterminer la position du phénomène envisagé dans le cadre général des problèmes économiques.

La notion de capital joue un rôle si varié dans la théorie

qu'il nous a semblé utile de passer en revue les diverses acceptions de ce terme pour choisir finalement la notion « moderne » comme étant celle qui se prête le mieux à l'analyse des migrations de capitaux. Cette notion peut être définie, selon Schumpeter, comme comprenant « non seulement la monnaie réelle au sens le plus large de ce terme, pour autant qu'elle ne serve pas à l'échange des biens de consommation, mais également toutes les formes de pouvoir d'achat créées par le crédit ».

Passant de la notion de capital à celle de mouvement de capitaux, nous avons cherché à donner une définition des capitaux migrants, en nous plaçant successivement à différents points de vue pour leur classification. Les classifications basées tour à tour sur la durée du placement, la régularité des mouvements, la fonction du mouvement dans le cadre de l'économie générale, son rôle pour l'économie individuelle, la mobilité et enfin les motifs déterminant les mouvements des capitaux, nous ont permis de préciser le caractère propre de toute catégorie de mouvements de fonds et d'isoler, en fin de compte, une série de mouvements de capitaux, que nous avons reconnue être des capitaux migrants.

Rentrent notamment dans cette rubrique les capitaux obéissant à des mouvements de sécurité, à des considérations de revenu ou à des intentions spéculatives. La définition des capitaux migrants, telle qu'elle a été proposée, tient compte de ces mouvements. Nous nous permettons de la reproduire encore une fois ici.

Les capitaux migrants sont des capitaux à court terme sujets à des mouvements de nature irrégulière, mouvements qui ne remplissent aucune fonction utile dans l'économie générale, mais qui s'effectuent par contre dans l'intérêt de l'économie individuelle à laquelle ils doivent assurer la dis-

ponibilité et la liquidité du capital circulant. Ce sont des capitaux qui jouissent d'un très haut degré de mobilité et qui doivent leurs mouvements à des décisions prises de propos délibéré par le capitaliste : soit pour accroître son revenu, soit pour conserver son capital, soit enfin en vue de réaliser une spéculation.

En concentrant notre attention sur les mouvements de sécurité qui forment la partie la plus importante et la plus significative des capitaux migrants, nous avons envisagé, dans la suite, le problème du *transfert*. Les différentes formes de transfert doivent être appréciées selon le degré de danger qu'elles comportent pour la stabilité économique et monétaire du pays touché. La présence des mouvements compensatoires, en temps ordinaire, rend le transfert du pouvoir d'achat possible sans qu'il y ait de troubles notables pour la monnaie du pays d'origine des capitaux en fuite, quoique certains changements d'affectation des actifs étrangers puissent affaiblir la situation financière internationale du pays. Le transfert en cas d'absence de mouvements compensatoires doit se faire nécessairement aux dépens de la réserve-or et du stock de devises de la Banque Centrale. La théorie classique qui prétend que tout mouvement de capital abouti finalement à un mouvement de marchandises dans la même direction, se heurte de nos jours à de nombreuses réserves du fait de la rigidité des économies touchées par les migrations des capitaux. Le transfert sans mouvements compensatoires dépend de la politique adoptée par la Banque d'émission du pays de refuge des capitaux. Le transfert par or représente un cas fréquent, mais non indispensable, lors d'un mouvement unilatéral des capitaux à court terme.

L'imperfection de l'enregistrement des mouvements internationaux de capitaux forme le grand obstacle qui

s'oppose à la lutte efficace contre les inconvénients de la Hot Money. L'étude détaillée des tentatives entreprises dans ce domaine et le relevé des propositions faites nous sont apparus nécessaires pour souligner l'importance qu'aurait, pour la stabilité des monnaies et pour la sécurité des capitaux, l'existence d'une documentation statistique établie pour tous les pays, à de courts intervalles. Il a été rendu hommage, sous ce rapport, à l'effort considérable accompli par le Trésor américain pour enregistrer le mouvement des fonds étrangers aux Etats-Unis.

Ayant fixé les bases théoriques et méthodologiques d'une étude sur les capitaux migrants, il nous a été possible dès lors, d'examiner utilement les deux marchés les plus directement intéressés aux capitaux migrants, le marché américain et le marché suisse.

La transformation des Etats-Unis d'une nation débitrice qu'ils étaient en 1914, en une nation créancière, pendant la guerre de 1914 à 1918, l'exode des capitaux américains et des capitaux étrangers après la débâcle de 1929 jusqu'à la dévaluation du dollar en 1933, l'afflux continu des capitaux en Amérique, pendant la période de 1934 à 1937 — voilà les grands mouvements que l'on a pu constater sur le marché financier international de ce pays. En Suisse, un premier afflux de fonds étrangers a pu s'observer lors de la crise de la livre en 1931, le mouvement inverse se produisit pendant les années suivantes, qui représentent une période de crise monétaire pour les pays du bloc-or, et ce sont encore les entrées massives des capitaux suisses et étrangers après la dévaluation de 1936 et leurs conséquences pour la situation bancaire du pays qui ont retenu plus spécialement notre attention.

Enfin le problème des causes des mouvements de capitaux liquides nous a amenés à examiner tout d'abord la

formation de ces capitaux. *L'épargne* a été considérée comme la source fondamentale de toute formation de capital. L'épargne résulte d'un premier choix fait par l'individu entre la consommation de son revenu, d'une part, et l'abstention de cette consommation, d'autre part. Un second choix décide de l'utilisation de l'épargne, soit en placement, soit en thésaurisation. L'interchangeabilité des deux formes d'emploi se trouve à la base de la formation des capitaux liquides. Une source importante des capitaux migrants a pu être trouvée dans le mécanisme du *crédit bancaire*. Le rôle joué par les banques en ce qui concerne la création des capitaux flottants, à côté du rôle revêtu par les producteurs qui utilisent leurs fonds de roulement pour l'exportation des capitaux, a pu être dégagé. L'inflation des crédits, telle qu'elle s'est produite pendant et après la guerre, s'est révélée comme étant en partie responsable du gonflement des disponibilités sur le marché financier international.

La détermination des causes des mouvements de fonds étrangers thésaurisés à un moment donné sur un marché, nécessite l'introduction d'un critère de distinction que nous avons trouvé dans la classification des dépôts bancaires adoptée par Keynes dans son analyse de la monnaie bancaire. La classification des fonds étrangers déposés sur un marché donné, en dépôts de caisse (comprenant des dépôts de revenu et des dépôts d'affaires), d'une part, et en dépôts d'épargne (comprenant des fonds thésaurisés et des fonds placés), d'autre part, s'est révélée utile dans la détermination de la nature de certains dépôts étrangers.

Les dépôts d'épargne que leurs détenteurs considèrent comme un placement sont soumis aux fluctuations du taux d'intérêt. Le taux de son côté est déterminé par l'abondance des capitaux et par l'intensité de la demande et, en

outre, par l'importance du risque couru par le capitaliste. Il y a lieu d'observer que l'analyse du taux d'intérêt doit tenir compte de la situation individuelle de chaque marché.

Les fonds gardés sur un marché étranger de la part des banques centrales pratiquant le Gold Exchange Standard jouent le rôle d'une réserve de caisse. Leurs mouvements sont par conséquent soumis à des considérations de nature différente de celles qui déterminent les dépôts de placement.

La dernière partie de notre étude a été consacrée enfin aux *mesures de politique financière* appliquées aux capitaux migrants par les pays envahis par ceux-ci. La politique de stérilisation de l'or par l'instauration du Fonds inactif de l'or et par le rehaussement des réserves obligatoires des banques affiliées sont les moyens de défense employés dans ce domaine par les Etats-Unis. L'Angleterre a fait de son Fonds d'égalisation des changes un instrument parfait de sa politique monétaire, lequel est à la fois capable d'intervenir sur le marché des crédits à l'intérieur et sur le marché des changes à l'extérieur. L'observation du mécanisme et de l'activité du Fonds anglais a jeté quelque lumière sur le problème des capitaux migrants, sous son aspect spécialement britannique. Enfin, l'analyse des conventions entre les banques privées en matière de dépôts étrangers, nous a amenés à considérer, en particulier, les mesures adoptées par la Suisse contre l'afflux exagéré des fonds étrangers.

Si cette étude nous a permis de contribuer à diriger la discussion relative au problème de la Hot Money dans le sens d'une analyse méthodique, si elle nous a permis, en outre, de donner selon un plan systématique des informations utiles à ceux qui veulent se documenter sur les mouvements de capitaux à court terme, notre but aura été atteint.

Il ne reste plus dès lors à l'auteur qu'à exprimer l'espoir que les mesures techniques destinées à parer aux effets de la monnaie brûlante soient de nouveau rendues inutiles un jour par la disparition de ses causes premières : l'instabilité politique et sociale, les excès du crédit, l'improvisation monétaire et, enfin, la carence des échanges économiques entre les peuples.

Appendice statistique et chronologique

A. STATISTIQUES

des principaux mouvements de capitaux migrants

TABLEAU I

**Mouvement net des capitaux à destination des Etats-Unis
et sa composition**

(valeurs cumulatives depuis janvier 1935, en millions de dollars)¹

Date	Total	Fonds Bancaires	Balances des « Brokers »	Titres
1935				
janvier	119,5	86,4	3,7	29,4
février	215,2	166,8	10,9	37,5
mars	253,5	215,2	21,7	16,6
avril	390,6	338,8	21,0	30,8
mai	506,9	453,8	20,7	32,4
juin	632,1	551,9	27,1	53,2
juillet	682,4	572,6	25,4	84,4
août	769,0	693,4	20,4	55,2
septembre ...	830,0	699,6	29,8	100,6
octobre	1.131,4	912,3	20,5	198,6
novembre ...	1.257,1	936,9	8,6	314,7
décembre ...	1.411,4	963,5	6,0	441,8
1936				
janvier	1.450,3	1.037,8	6,5	406,0
février	1.498,0	991,4	0,4	506,3
mars	1.513,9	982,8	0,5	530,7
avril	1.597,7	1.024,9	7,4	565,5
mai	1.733,2	1.128,1	14,7	590,3
juin	1.967,4	1.276,5	20,1	670,8
juillet	2.020,1	1.229,4	17,9	772,8
août	2.123,8	1.288,0	18,2	817,6
septembre ...	2.281,7	1.353,1	23,2	905,4
octobre	2.464,9	1.379,7	13,7	1.071,5
novembre ...	2.522,0	1.325,2	17,6	1.179,2
décembre ...	2.606,7	1.360,3	12,9	1.233,6

1. Cf. U.S. Treasury Department, Statistics of Capital Movements. Les chiffres donnent le dernier relevé de chaque mois. *Federal Reserve Bulletin*, passim.

TABLEAU I (suite)

Date	Total	Fonds Bancaires	Balances des « Brokers »	Titres
1937				
janvier	2.679,3	1.448,9	8,1	1.222,2
février	2.807,5	1.565,1	2,3	1.240,1
mars	2.929,8	1.530,9	4,1	1.394,8
avril	3.110,6	1.698,5	9,4	1.402,8
mai	3.302,4	1.897,3	12,4	1.392,6
juin	3.551,1	2.068,1	18,3	1.464,7
juillet	3.718,4	2.204,7	14,1	1.499,6
août	3.820,5	2.246,2	13,3	1.561,0
septembre ...	3.911,9	2.261,7	31,9	1.618,4
octobre	3.811,9	2.110,9	49,4	1.651,6
novembre ...	3.624,9	1.888,7	48,7	1.687,5
décembre ...	3.410,3	1.617,6	47,5	1.745,2
1938				
janvier	3.367,8	1.558,0	50,1	1.759,7
février	3.284,4	1.476,5	51,1	1.756,9
mars	3.197,2	1.374,1	54,2	1.768,9
avril	3.196,2	1.347,2	59,5	1.789,5
mai	3.100,6	1.241,8	59,3	1.799,4
juin	3.035,8	1.179,5	57,8	1.798,4
juillet	2.990,2	1.163,8	57,7	1.768,6
août	3.057,3	1.253,8	60,6	1.742,9
septembre ...	3.442,9	1.628,4	64,1	1.750,4
octobre	3.672,2	1.795,2	56,2	1.820,8
novembre ...	3.709,2	1.864,8	51,5	1.792,8
décembre ...	3.779,2	1.910,8	47,6	1.820,9

TABLEAU II

**Mouvement net des capitaux à destination des Etats-Unis
et sa provenance d'après les différents pays**
(valeurs cumulatives depuis janvier 1935 en millions de dollars)¹.

Date	Total	Grande- Bretagne	France	Pays-Bas	Suisse	Europe Total
1935						
janvier ...	119,5	49,8	31,4	12,9	5,1	103,1
février ...	215,2	109,0	42,6	14,7	5,9	190,6
mars	253,5	135,4	33,1	15,7	1,5	214,5
avril	390,6	210,6	42,6	26,7	16,0	320,2
mai	506,9	266,2	72,3	35,7	24,3	488,6
juin	632,1	308,0	119,9	49,8	27,5	566,7
juillet	682,4	328,2	117,7	47,6	29,5	603,9
août	769,0	337,6	119,5	78,7	37,6	666,2
septembre .	830,0	367,1	77,6	72,1	57,1	693,5
octobre ...	1.131,4	465,5	125,4	102,9	92,7	943,4
novembre .	1.257,1	537,2	120,2	101,7	114,0	1.056,0
décembre .	1.411,4	554,9	210,2	114,5	130,4	1.200,6
1936						
janvier ..	1.450,3	552,1	233,1	115,9	145,2	1.241,7
février ...	1.498,0	599,4	197,2	129,9	148,2	1.274,5
mars	1.513,9	575,3	217,5	131,9	160,8	1.278,3
avril	1.597,7	602,2	210,4	133,6	182,2	1.317,7
mai	1.733,2	646,1	227,2	149,1	201,1	1.422,0
juin	1.967,4	696,5	243,6	195,9	243,9	1.610,4
juillet	2.020,1	694,7	233,0	197,7	251,5	1.629,6
août	2.133,8	723,7	231,4	196,2	261,1	1.678,0
septembre .	2.281,7	780,2	201,9	195,0	297,6	1.774,6
octobre ...	2.464,9	830,6	257,0	233,9	319,6	1.953,7
novembre .	2.522,0	829,6	273,8	242,2	327,1	1.999,1
décembre .	2.606,7	829,3	299,5	229,7	335,5	2.051,3

1. Cf. U.S. Treasury Department, Statistics of Capital Movements. Les chiffres donnent le dernier relevé de chaque mois. *Federal Reserve Bulletin*, passim.

TABLEAU II (suite)

Date	Total	Grande-Bretagne	France	Pays-Bas	Suisse	Europe Total
1937						
janvier ...	2.979,3	843,0	219,4	238,0	350,3	2.081,1
février ...	2.807,5	891,5	308,5	250,2	349,7	2.171,4
mars	2.929,8	927,2	308,9	267,1	363,5	2.265,2
avril	3.110,6	1.013,2	297,4	289,8	393,4	2.402,1
mai	3.302,4	1.062,3	311,2	286,9	493,8	2.553,6
juin	3.551,1	1.071,7	343,5	356,7	618,3	2.822,9
juillet	3.718,4	1.107,4	324,8	383,4	665,5	2.943,3
août	3.820,5	1.096,4	319,9	395,5	709,8	2.990,6
septembre .	3.911,9	1.105,9	338,1	390,8	737,7	3.083,1
octobre ...	3.811,9	1.076,0	306,9	376,2	733,1	2.986,3
novembre .	3.624,9	1.019,9	286,8	348,5	689,5	2.800,0
décembre .	3.410,3	993,7	281,7	311,9	607,5	2.653,0
1938						
janvier ...	3.367,8	991,0	271,3	303,5	589,6	2.623,6
février ...	3.284,4	964,5	265,1	273,8	567,6	2.537,9
mars	3.197,2	938,2	266,4	260,2	544,1	2.465,8
avril	3.196,2	950,6	259,4	264,7	529,9	2.458,6
mai	3.100,6	900,3	245,1	262,6	493,1	2.376,3
juin	3.035,8	889,7	237,4	266,0	484,1	2.349,7
juillet	2.990,2	881,2	283,6	262,9	475,9	2.318,3
août	3.057,3	896,7	264,6	255,2	484,8	2.367,5
septembre .	3.442,9	983,2	308,7	298,2	504,3	2.681,1
octobre ...	3.672,2	1.081,8	335,2	311,2	546,1	2.879,8
novembre .	3.709,2	1.114,6	346,7	325,4	545,7	2.939,5
décembre .	3.779,2	1.186,1	339,5	324,6	554,0	3.041,7

TABLEAU III

**Mouvement net des fonds bancaires entre les Etats-Unis et l'étranger
et sa composition**
(valeurs cumulatives depuis janvier 1935 en millions de dollars)¹

Date	Mouvement net (—) sorties a	Afflux net des fonds étrangers b	Rapatriement net des fonds américains c
1935			
janvier	86,4	52,3	34,1
février	166,8	46,3	120,5
mars	215,2	38,6	176,6
avril	338,8	96,0	242,8
mai	453,8	286,6	167,2
juin	551,9	242,0	309,9
juillet	572,6	237,8	334,7
août	693,4	334,5	358,9
septembre ..	699,6	326,0	373,3
octobre	912,3	520,6	391,7
novembre ..	936,9	644,9	292,0
décembre ..	963,5	603,3	360,3
1936			
janvier	1.037,8	656,5	381,3
février	991,4	585,2	406,1
mars	982,8	580,2	402,5
avril	1.024,9	634,2	390,7
mai	1.128,1	702,8	425,3
juin	1.276,5	829,2	447,3
juillet	1.229,4	761,3	468,1
août	1.288,0	803,9	484,1
septembre ..	1.353,1	898,5	454,6
octobre	1.379,7	895,9	483,8
novembre ..	1.325,2	882,5	442,8
décembre ..	1.360,3	930,5	429,8

1. Cf. U.S. Treasury Department, Statistics of Capital Movements. Les chiffres donnent le dernier relevé de chaque mois. *Federal Reserve Bulletin*, passim.

TABLEAU III (suite)

Date	Mouvement net (—) sorties a	Afflux net des fonds étrangers b	Rapatriement net des fonds américains c
1937			
janvier	1.448,9	1.026,7	422,2
février	1.565,1	1.136,8	428,3
mars	1.530,9	1.121,6	409,3
avril	1.698,5	1.277,8	420,7
mai	1.897,3	1.436,0	461,3
juin	2.068,1	1.603,8	466,4
juillet	2.204,7	1.721,7	483,0
août	2.246,2	1.722,4	523,8
septembre ..	2.261,7	1.743,6	518,1
octobre	2.110,9	1.594,4	516,5
novembre ..	1.888,7	1.407,8	480,9
décembre ..	1.617,6	1.168,5	449,1
1938			
janvier	1.558,0	1.092,7	455,2
février	1.476,5	1.009,7	456,7
mars	1.374,1	949,8	424,4
avril	1.347,2	897,6	449,6
mai	1.241,8	824,6	417,3
juin	1.179,5	786,2	393,3
juillet	1.163,8	735,8	428,1
août	1.253,8	803,2	450,6
septembre ..	1.628,4	1.161,2	467,2
octobre	1.795,2	1.298,9	496,3
novembre ..	1.864,8	1.392,1	472,7
décembre ..	1.910,8	1.432,7	478,1

TABLEAU IV

Mouvement net des fonds bancaires entre les Etats-Unis et l'étranger
et sa provenance d'après les différents pays
(valeurs cumulatives depuis janvier 1935 en millions de dollars)¹

Date	Total	Grande- Bretagne	France	Pays-Bas	Suisse	Europe Total
1935						
janvier ...	86,4	34,6	30,5	8,8	5,9	80,4
février ...	166,8	88,3	39,9	8,6	6,5	152,2
mars	215,2	120,2	30,8	10,1	4,8	175,0
avril	338,8	195,7	41,6	18,7	17,4	282,9
mai	453,8	248,5	68,9	24,3	22,5	385,0
juin	551,9	284,5	113,1	36,3	23,5	480,9
juillet	552,6	289,4	110,5	27,2	20,8	487,1
août	693,4	284,5	112,5	52,4	22,6	519,4
septembse .	699,6	295,2	68,1	40,6	37,4	509,9
octobre ...	912,3	352,7	110,6	63,5	63,2	696,0
novembre .	936,9	372,5	95,8	48,8	72,2	707,1
décembre .	963,5	337,4	177,6	55,4	74,0	763,7
1936						
janvier ...	1.037,8	324,0	181,6	46,9	79,5	761,1
février ...	991,4	349,2	153,4	49,5	73,6	745,4
mars	982,8	323,9	165,9	48,6	75,3	739,9
avril	1.024,9	304,9	154,6	40,9	82,7	725,6
mai	1.128,1	354,6	166,9	54,3	93,7	819,3
juin	1.276,5	413,2	180,5	87,4	118,2	954,2
juillet	1.229,4	388,2	165,9	81,4	114,7	913,4
août	1.288,6	401,7	161,7	73,7	116,4	925,3
septembre .	1.353,1	437,9	128,4	61,0	136,5	961,0
octobre ...	1.379,7	412,2	178,6	83,7	137,9	1.014,9
novembre .	1.325,2	348,3	189,2	80,1	119,4	929,1
décembre .	1.360,3	341,6	206,2	62,6	112,5	932,5

1. Cf. U.S. Treasury Department Statistics of Capital Movement. Les chiffres donnent le dernier relevé de chaque mois. *Federal Reserve Bulletin*, passim.

TABLEAU IV (suite)

Date	Total	Grande-Bretagne	France	Pays-Bas	Suisse	Europe Total
1937						
janvier ...	1.448,9	345,4	192,6	61,8	114,4	920,2
février ...	1.565,1	348,0	203,2	52,5	99,8	946,1
mars	1.530,9	347,2	203,9	49,1	102,6	944,3
avril	1.698,5	437,2	194,0	70,0	129,8	1.080,9
mai	1.897,3	493,5	209,0	66,8	216,0	1.225,2
juin	2.068,1	510,5	239,7	137,1	320,7	1.478,7
juillet	2.204,7	538,1	221,7	155,0	356,9	1.568,5
août	2.246,2	524,5	215,8	160,6	390,4	1.596,4
septembre .	2.261,7	530,5	232,9	154,3	415,7	1.675,0
octobre ...	2.110,9	497,4	202,3	142,6	423,4	1.581,8
novembre .	1.888,7	438,6	183,8	117,1	380,3	1.391,6
décembre .	1.617,6	396,7	177,0	71,9	291,0	1.201,0
1938						
janvier ...	1.558,0	394,6	166,0	60,1	270,9	1.160,9
février ...	1.476,5	377,0	159,0	34,8	251,5	1.081,4
mars	1.374,1	347,5	101,5	29,7	226,3	1.003,0
avril	1.347,2	354,2	154,2	30,0	213,4	983,8
mai	1.241,8	304,1	140,6	27,5	178,5	894,1
juin	1.179,5	295,9	132,7	28,0	162,4	861,6
juillet	1.163,8	295,8	131,5	23,9	155,7	833,8
août	1.253,8	320,8	158,1	23,6	165,8	900,1
septembre .	1.628,4	406,6	200,8	64,3	181,0	1.200,9
octobre ...	1.795,2	487,5	223,1	64,7	210,1	1.347,8
novembre .	1.864,8	508,5	232,1	73,0	204,5	1.378,4
décembre .	1.910,8	571,2	224,3	77,5	206,3	1.463,6

TABLEAU V

**Mouvement net des titres entre les Etats-Unis
et l'étranger et sa composition**
(valeurs cumulatives depuis janvier 1935 en millions de dollars ;
(— les sorties de fonds dépassent les entrées)¹

Date	Titres Total	Titres Américains	Titres Etrangers
1935			
janvier	29,4	14,0	15,4
février	37,5	12,3	25,2
mars	16,6	— 6,6	23,1
avril	30,8	— 2,9	33,7
mai	32,4	2,0	30,3
juin	53,2	12,8	40,4
juillet	84,4	39,1	45,3
août	55,2	69,5	— 14,3
septembre ...	100,6	82,7	17,9
octobre	198,6	142,6	56,0
novembre	314,7	249,6	65,0
décembre ...	441,8	316,7	125,2
1936			
janvier	406,0	347,1	58,9
février	506,3	400,5	105,7
mars	530,7	424,5	106,3
avril	565,5	477,0	88,5
mai	590,3	475,1	115,2
juin	690,8	515,8	155,0
juillet	772,8	562,8	210,0
août	817,6	591,3	226,4
septembre ...	905,4	633,3	272,2
octobre	1.071,5	778,1	293,4
novembre	1.179,2	878,8	300,3
décembre ...	1.233,6	917,4	316,2

1. Cf. U.S. Treasury Department, Statistics of Capital Movements. Les chiffres donnent le dernier relevé de chaque mois. *Federal Reserve Bulletin*, passim.

TABLEAU V (suite)

Date	Titres Total	Titres Américains	Titres Etrangers
1937			
janvier	1.222,2	957,9	264,3
février	1.240,1	1.104,5	225,6
mars	1.394,8	1.075,7	319,1
avril	1.402,8	1.063,7	339,1
mai	1.392,6	1.053,6	338,9
juin	1.464,7	1.069,5	395,2
juillet	1.499,6	1.091,5	408,0
août	1.561,0	1.114,0	447,1
septembre ...	1.618,4	1.125,1	493,3
octobre	1.651,6	1.116,3	535,2
novembre	1.687,5	1.121,5	566,1
décembre ...	1.745,2	1.162,0	583,2
1938			
janvier	1.759,7	1.167,9	591,8
février	1.756,9	1.159,8	597,1
mars	1.768,9	1.150,4	618,5
avril	1.789,5	1.160,8	628,7
mai	1.799,4	1.156,0	643,4
juin	1.798,4	1.155,3	643,1
juillet	1.768,6	1.149,7	618,9
août	1.742,9	1.125,3	617,6
septembre ...	1.750,4	1.125,4	625,0
octobre	1.820,8	1.182,4	638,4
novembre	1.792,8	1.194,4	598,4
décembre ...	1.820,9	1.210,9	610,0

TABEAU VI
Variation des réserves-or
(en millions de monnaie nationale)¹

Date	Etats-Unis			France	Suisse
	Stock-or Total	Stock-or inactif	Excédent des Réserves (Banques affiliées)	Banque de France	B.N.S.
1933					
juin	4.318		486	81.243	1.873
décembre ..	4.035		815	77.098	1.998
1934					
juin	7.856		1.736	79.548	1.637
décembre ..	8.238		1.678	82.124	1.910
1935					
juin	9.115		2.471	71.017	1.195
décembre ..	10.125		2.844	66.296	1.389
1936					
juin	10.608	—	2.717	53.999	1.407
décembre ..	11.258	26,5	1.984 (2, a)	60.359	2.709
1937					
juin	12.318	759,1	865 (2, b)	54.859	2.624
décembre ..	12.760	1.227,9	1.212	58.933	2.679
1938					
juin	12.963	—	2.900 (2, c)	55.808	2.806
décembre ..	14.512	—	3.072	87.265 (+)	2.890

1. Cf. S.D.N. Bulletin Statistique et « Federal Reserve Bulletin ».

2. Réserves obligatoires :

a) augmentation au 19 août 1936 de 50 %.

b) augmentation au 1^{er} mars 1937 de 33,5 %;

c) réduction au 16 avril 1938 de 13,25 %.

(+) Réévaluation au 17 novembre : 1 fr. = 0,02475 gr. d'or fin.

TABLEAU VII

Variations des réserves officielles de devises de quelques pays
(en millions de monnaie nationale)¹

Pays	Monnaie	1933	1934	1935	1936	1937
Belgique	Franc	—	—	—	5.456	4.772
France	Franc	1.161	962	1.329	1.461	919
Pays-Bas ²	Florin	9	2	3	4	7
Suisse	Franc	17	7	7	53	491
Finlande	Markka	1.324	1.436	1.325	1.486	2.032
Norvège	Krone	5	41	46	108	233
Suède	Krone	446	553	629	717	984
Australie	£	34,7	39,2	30,4	38,2	48,5
Canada	\$	—	—	4	9	15
Egypte	£	18,2	17,4	20,6	21,2	17,3
Indes (br.)	Roupie	562	805	836	839	839
Irlande	£	7,7	7,9	8,3	9,1	9,7
Nouvelle Zélande	£	—	22,1	21,4	16,5	17,0
Union Sud afric.	£	18,9	10,5	11,5	10,8	6,9

1. Cf. *Annuaire Statistique de la Société des Nations*, 1937-1938.

2. Y compris les disponibilités à l'étranger.

TABLEAU VIII

Dépôts à vue et à court terme
auprès de la Banque des Règlements Internationaux¹
(en millions de francs suisses-or, au 31 mars)

Date	BANQUES CENTRALES		Autres déposants
	pour leur compte	pour le compte d'autres déposants	
1931	811,8	653,2	14,0
1932	608,2	68,2	7,8
1933	451,7	13,3	6,6
1934	150,7	9,4	1,1
1935	131,7	25,7	4,3
1936	139,3	14,3	0,9
1937	129,6	4,2	0,2
1938	179,2	3,3	2,2

1. Cf. Rapports annuels de la Banque des Règlements Internationaux.

TABLEAU IX

Endettement à court terme de la place de Londres
 (Les chiffres concernent la Banque d'Angleterre
 les banques de compensation, les banques écossaises à Londres
 et un grand nombre de maisons d'acceptation)¹
 (en millions de livres)

Explications	1927 déc. 31	1928 déc. 31	1929 déc. 31	1930 déc. 31	1931 mars 31
A. Dépôts des étrangers	206, 1	243, 8	197, 5	246, 7	227, 2
B. Sterling bills détenus pour le compte d'étran- gers	174, 7	212, 2	219, 6	152, 8	144, 2
C. Avances accordées au marché de l'escompte par des étrangers	38, 4	47, 0	34, 0	35, 1	35, 7
Total (dépôts, bills et avances)	419, 2	503, 0	451, 1	434, 6	407, 1
D. Acceptations pour le compte d'étrangers ..	139, 6	200, 5	175, 7	160, 9	152, 9
Engagements nets à court terme envers les étrangers	279, 6	302, 5	275, 4	273, 7	254, 2

1. Cf. Rapport du Comité Macmillan, 1931, appendice I, tableau II.

TABLEAU X

Engagements à vue des banques suisses¹
(en millions de francs suisses)

Date	B.N.S. ²	Grandes Banques Suisses ³		Banques cantonales ⁴	
	Autres engagements à vue	Engagements en banque à vue	Comptes de chèques et comptes créanciers à vue	a	b
		a	b		
1933					
juin	501,2	454,5	1.504,9	125,1	572,8
décembre ...	683,8	320,8	1.306,1	148,1	545,4
1934					
juin	455,8	299,5	1.179,1	114,1	559,7
décembre ...	624,1	333,7	1.105,6	122,6	555,1
1935					
juin	312,9	171,7	863,0	91,5	489,9
décembre ...	400,6	166,0	866,9	100,8	474,2
1936					
juin	339,6	184,9	1.071,9	77,1	490,6
décembre ...	1.363,4	297,5	1.446,7	98,8	516,7
1937					
juin	1.319,7	319,9	1.726,9	107,2	577,9
décembre ...	1.715,7	327,5	1.693,8	111,5	569,4
1938					
juin	1.847,5	344,9	1.647,1	112,8	628,5
septembre ...	1.667,8	385,7	1.551,9	110,5	602,9
	(novembre)				

1. Cf. *Bulletins mensuels de la Banque Nationale Suisse*.

2. Les changements du stock-or et de la réserve de devises sont indiquées dans les tableaux VI et VII respectivement.

3. A partir du mois d'avril 1935, les bilans sont basés sur le schéma prescrit par le règlement d'exécution de la loi sur les banques ; avant cette date, les « engagements en banque à vue » (a) étaient contenus dans le chiffre indiqué au Passif du bilan sous la rubrique, intitulée « banques et banquiers ».

B. TABLEAU CHRONOLOGIQUE
des principaux événements
concernant les mouvements internationaux
de capitaux depuis 1933¹

Date	Pays	
1933		
janv.-mars	E.-U.	Crise bancaire. Déclaration d'un « bank holiday » exceptionnel du 6 au 9 mars. L' « Emergency Banking Act » autorise le Président à régulariser les transactions en or, en argent et en devises. Les opérations sur l'or et sur devises sont soumises à un « licence-ment » spécial qui doit être requis auprès du Secrétaire du Trésor.
avril-juin	E.-U.	Tout or se trouvant sur le territoire des Etats-Unis devra être offert au Trésor jusqu'au 1 ^{er} mai. L'exportation de l'or est interdite. Une fuite des capitaux est enregistrée. Le cours du dollar coté en France passe de 25,4 à 21,4. Le « Thomas Amendment » à l' « Agricultural Relief Act » autorise le Président à dévaluer le dollar jusqu'à 50 % de sa valeur-or et de procéder à une inflation de crédit par l'émission de trois milliards de « Currency Notes » par l'intermédiaire du Trésor. La clause-or est annulée.
juil.-septembre	E.-U.	Le Président Roosevelt annonce à la Conférence économique de Londres qu'il refuse d'envisager une stabilisation du dollar. Le trésor est autorisé à acquérir l'or à un prix supérieur au pair du dollar. (Le pair était de \$ 20,67 l'once fin). En septembre, l'once s'échange successivement contre 29,62 ; 32,28 \$.

1. Au. = Autriche ; B. = Belgique ; E.-U. = Etats-Unis ; Fr. = France ; G.-B. = Grande-Bretagne ; M. = Mexique ; P.-B. = Pays-Bas ; S. = Suisse.

Date	Pays	
1933		
oct.-décembre	E.-U.	Désormais, le prix de l'or sera fixé par le Président suivant les circonstances. La « Recovery Financial Corporation » achète de l'or à \$ 31,36 l'once, à 40 cents au-dessus du prix mondial. En décembre, l'once se vend à \$ 34,06.
1934		
janv.-mars	E.-U.	Par le « Gold Reserve Act » du 31 janvier, la dévaluation du dollar de 40 % de sa valeur ancienne est confirmée par la loi. L'or est nationalisé. Le stock-or des Banques Fédérales de Réserve est échangé auprès du Trésor contre des certificats d'or au taux de \$ 35 l'once. La réévaluation de la réserve crée un « profit » de 2,8 milliards de dollars dû à la dévaluation. 2 milliards de dollars sont versés au Fonds de stabilisation des changes. L'emploi de l'or est réservé aux transactions extérieures.
août	E.-U.	Selon le « Silver Purchase Act » le Trésor s'oblige à acheter l'argent au prix de 50,01 cents l'once.
novembre	E.-U.	Abolition des restrictions concernant les transactions en or et en devises du mois de mars 1933.
1935		
janv.-mars	E.-U.	Afflux des capitaux européens. Le Fonds de stabilisation intervient pour empêcher le dollar de monter. Une loi élève le plafond de la dette fédérale à 45 milliards de dollars.
avril-juin	B.	Le Belga est dévalué le 1 ^{er} avril, les limites de la dévaluation sont fixées à 25 et à 30 %. L'encaisse-or est réévaluée; un Fonds de stabilisation du change est créé.

Date	Pays
1935	
avril-juin	Fr. Fuite des capitaux en France au mois de mai. La Banque de France constate une diminution considérable de ses réserves; le taux d'escompte est élevé à 6%.
novembre	Fr. Nouveaux retraits en France. La Banque de France perd 6 milliards de sa réserve-or.
1936	
janvier	E.-U. Le pouvoir du Président de dévaluer le dollar jusqu'à 50% de sa valeur ancienne est prorogé.
juil.-septembre	E.-U. Les réserves minima des banques affiliées sont augmentées de 50%.
	Fr. Au 26 septembre, l'étalon-or est suspendu. Une loi relative à la déclaration des avoirs à l'étranger est votée. Il est procédé à une réévaluation provisoire de l'encaisse-or de l'institut d'émission sur la base de 49 mmgr. or pour un franc.
	P.-B. Suspension officielle de l'étalon-or au 27 septembre, le Florin est laissé à l'état flottant.
	S. Le franc suisse est dévalué le 27 septembre.
oct.-décembre	Fr. Première dévaluation du franc français. Les limites de la dévaluation sont fixées à 43 et à 49 mmgr. d'or fin pour un franc. Toute personne détenant de l'or d'une quantité supérieure à 200 gr. doit le céder à la Banque de France au prix ancien.
	E.-U. Pour empêcher une inflation de crédit, le Trésor crée un Fonds pour la stérilisation de l'or.

Date	Pays	
1937		
janv.-mars	Fr.	L'amnistie est accordée aux personnes possédant des fonds à l'étranger contrairement aux prescriptions légales à condition de souscrire à l'emprunt de la défense nationale.
	P.-B.	On annonce l'émission de bons du Trésor en vue de la stérilisation de l'or.
	E.-U.	Une baisse se fait sentir à la Bourse de New-York depuis le début du mois de mars.
avril-juin	E.-U.	Des rumeurs concernant une diminution du prix de l'or se font entendre. On assiste à une déthésaurisation du métal jaune. La baisse à Wall Street s'accroît. Les réserves minima subissent une nouvelle augmentation, par la loi, de 33,5 %. L'or continue à affluer aux Etats-Unis.
	G.-B.	De grandes quantités d'or sont offertes sur le marché de Londres par crainte de l'abaissement de son prix par le Trésor américain.
	Fr.	Dans la seconde moitié du mois de juin, une nouvelle crise monétaire éclate en France. La vente des devises est limitée aux besoins purement commerciaux. La loi monétaire du 1 ^{er} octobre 1936 est modifiée. Le Franc est laissé à l'état flottant. Les sorties d'or de la Banque de France se chiffrent à deux et demi milliards. L'encaisse est réévaluée sur la base de 43 mmgr. pour un franc. Un Fonds de soutien des rentes est doté de sept milliards.
sept.-octobre	E.-U.	Wall Street est de nouveau en baisse à cause des événements d'Extrême-Orient. La baisse se propage au marché des matières premières. On annonce la libération de 300 millions de dollars d'or stérilisé.

Date	Pays	
1937		
sept.-octobre	Fr.	Le Franc est en baisse. La Livre est cotée à 150 sur le marché de Paris.
	G.-B. E.-U.	On annonce des pourparlers entre les deux gouvernements en vue d'une convention sur l'imposition des capitaux étrangers.
	S.	La Banque Nationale annonce l'introduction de mesures contre l'afflux des capitaux étrangers.
	G.-B.	La baisse continuelle des valeurs sur le marché de New-York gagne le « Stock Exchange » de Londres, en particulier le marché des métaux.
	Fr. S.	Une convention sur les doubles impositions est conclue entre les deux pays. Un emprunt des chemins de fer français est émis sur le marché suisse.
nov.-décembre	E.-U.	Baisse du Dollar (5 \$ = 1 £). De l'or est expédié en Europe.
	S.	Les banques suisses concluent une convention pour l'adoption des mesures contre l'afflux des capitaux étrangers.
	Fr. P.-B.	Les chemins de fer français empruntent sur le marché hollandais. Les banques hollandaises achètent de l'or à Londres. De l'or arrive en France en provenance des Etats-Unis.
1938		
janv.-mars	Fr.	Baisse du franc français. Le cabinet Chautemps démissionne.
	E.-U.	La stérilisation de l'or sera dès maintenant limitée aux quantités dépassant 100 millions de dollars par trimestre.

Date	Pays
1938	
janv.-mars	P.-B. Un « Front du placement » est constitué pour veiller à une meilleure rémunération des capitaux. G.-B. Les expéditions d'or à New-York reprennent dans une mesure considérable. Fr. Une Caisse autonome de la défense nationale est fondée. Au. A l'occasion de l'« Anschluss », le contrôle des devises est introduit. M. Les compagnies pétrolifères étrangères sont nationalisées.
avril-juin	E.-U. Le gouvernement décide d'abandonner la politique de la stérilisation de l'or adoptée à la fin de 1936. Les réserves obligatoires des banques affiliées sont réduites de 13,25 %. Le stock-or inactif sera libéré par l'émission de certificats d'or du Trésor. Le stock-or atteint un maximum de 12,9 milliards de dollars au mois de mai. (L'afflux des capitaux étrangers sous forme de fonds bancaires et d'acquisitions de titres se trouve en diminution depuis le mois de septembre 1937). Les autorités démentent les rumeurs concernant une nouvelle dévaluation du dollar. Fr. Nouvelle faiblesse importante du Franc. Le gouvernement Daladier fixe à 179 (= 1 £) la limite au-dessous de laquelle le Franc ne sera pas stabilisé. Un reflux considérable des capitaux français est enregistré au début de mai ; le montant des fonds rapatriés est estimé à 20 milliards. La souscription d'un premier emprunt de la défense nationale est rapidement assuré pour une somme de 5 milliards.

Date	Pays	
1938		
avril-juin	Fr.	Le 29 juin, la Banque de France est autorisée d'effectuer des opérations dites « d'open market ».
juil.-septembre	G.-B.	La méfiance à l'égard des devises principales persiste et provoque au début d'août une « ruée » vers l'or.
	Fr.	
	E.-U.	
	E.-U.	Au mois de septembre, la crise tchécoslovaque donne naissance à un nouvel afflux des capitaux européens vers les Etats-Unis.
	G.-B.	D'importantes consignations d'or ont lieu en direction des Etats-Unis.
oct.-décembre	Fr.	Les mesures prises par le gouvernement Daladier en vue de l'assainissement des finances publiques et en vue du redressement de la production, engendre un retour de capitaux pour un montant qui est estimé à 6 milliards de francs.

BIBLIOGRAPHIE

Auteurs consultés

EN LANGUE FRANÇAISE

AFTALION. — *Les variations cycliques irrégulières dans les relations internationales*, « *Revue d'Economie Politique* », mars 1933.

— *L'équilibre dans les relations économiques internationales*, Paris, 1937.

Banque Nationale Suisse, *Bulletin mensuel*, *passim*.

BONINGSEgni. — *Manuel élémentaire d'économie politique*, Lausanne, 1930.

BORLE. — *Analyse et critique du problème contemporain des règlements extérieurs*, Berne, 1932.

Banque des Règlements Internationaux, *Rapports annuels*, *passim*.

BAUDIN. — *La monnaie et la formation des prix*, première partie, Paris, 1936.

DEL COURT. — *Les procédés modernes de contrôle de change et leur application dans les pays anglo-saxons*, Paris, 1936.

GIDE. — *Principes d'économie politique*, Paris, 1931.

HEILPERIN. — *Monnaie, crédit et transfert*, Paris, 1932.

JENNY. — *Chroniques « Le Temps financier »*, 1937 et 1938.

MALPAS. — *Les mouvements internationaux des capitaux*, Paris, 1934.

MORETTI. — *La circulation des capitaux*, « *Revue économique internationale* », 1928.

NOGARO. — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1935.

RIST. — *La déflation en pratique*, Paris, 1925.

— *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours*, Paris, 1938.

ROYOT. — *Les mouvements internationaux des capitaux*, « *Journal de la Société de Statistique de Paris* », avril 1933.

Société de Banque Suisse, *Bulletin*, *passim*.

Société d'Etudes et d'Informations économiques. — *Mouvement de capitaux aux Etats-Unis 1935-1938*, (« *Bulletin quotidien* » du 4 mars 1938, Paris).

Société des Nations. — *Bulletin mensuel statistique*, *passim*.

— *Annuaire statistique*, *passim*.

— *Les banques commerciales et centrales*, Genève, 1938.

— *Aperçu de la situation monétaire*, Genève, 1937 et 1938.

— *Revue de la situation économique mondiale*, Genève, 1936 et 1937.

— *Mémoranda sur les balances des paiements*.

— *Statistiques relatives à la formation des capitaux* (Note sur les méthodes par le comité d'experts statisticiens), Genève, 1938.

SPRAGUE. — *Les données statistiques concernant les fonds à court terme prêtées à l'étranger, la façon de les recueillir et de les utiliser*, (Rapport devant la réunion des Banques Centrales participant à la Banque des Règlements Internationaux, du 10 mai 1932).

TRUCHY. — *Les mouvements internationaux de capitaux*, « *L'actualité économique* », Montréal, mars 1938.

EN LANGUE ANGLAISE

BRATTER. — « *Hot Money* » an international problem. (Foreign Policy Reports du 15 juin 1937, traduit dans la « *Revue économique internationale* novembre 1937).

Commerce (Department of, U.S.), *Trade information Bulletin*, *passim*.

COMSTOCK. — *The British Exchange Equalization Account*, « *American Economic Review*, 1933, vol. 1.

DONALDSON. — *The dollar, a study of the « new » national and international monetary system*, New-York, 1937.

Economist (The), *The Exchange Equalization Account*, (Banking supplement du 13 mai 1933).

— *The distribution of Treasury Bills*, (1934, p. 520).

— *International Credit and the Exchange Fund*, (Banking supplement du 18 mai 1935).

— *British Monetary Policy* (6 juin 1936).

EINZIG. — *Foreign Balances*, Londres, 1938.

— *Interest and Foreign Deposits*, « *The Banker* », février 1938.

Federal Reserve Banks (U.S.), *Federal Reserve Bulletin*, *passim*.

HALL. — *The Exchange Equalization Account*, Londres, 1935.

HARVARD. — *Review of Economic Statistics*, 1919.

HAWTREY. — *Currency and Credit*, 3^e édit., Londres 1928. (Traduction : GAUSSEL et RIST, *La circulation monétaire et le crédit*, Paris, 1935).

HAYEK. — *Note on the development of the Doctrine of Forced Saving*, « *Quarterly Journal of Economics* », 1932.

IVERSEN. — *Aspects of the Theory of international Capital Movements*, Londres 1936.

JENKS. — *The migration of British Capital to 1875*, New-York, 1927.

KEYNES. — *Indian Currency and Finance*, Londres, 1913.

— *A Treatise on Money*, Londres, 1930. (Traduction allemande par KRÄMER, « Vom Gelde », Munich, 1932.)

— *The general theory of employment, interest and money*, Londres, 1936.

KINDLEBERGER. — *International short term capital movements*, New-York, 1937.

KNIGHT. — *Risk, uncertainty and profit*, Boston, 1921.

LEWIS. — *International Accounts*, New-York, 1927.

MACMILLAN. — *Committee on Finance and Industry*, Londres, juin 1931. Report, Minutes.

MADDEN, NADER, SAUVAIN. — *America's Experience as a Creditor Nation*, New-York, 1937.

PAISH. — *The British Exchange Equalization Fund*, « *Economica* », février 1935, février 1936 et août 1937.

Review of Economic Statistics, (The) 1922, Cambridge (Mass.)

ROBBINS. — *The Great Depression*, Londres, 1934 (Traduction française par COSTE : *La grande dépression 1929-1934*, Paris, 1935).

SELTZER. — *The mobility of capital*, « *Quarterly Journal of Economics* », 1932.

SHULTZ, CAINE. — *Financial development of the United States*, New-York, 1937.

Treasury Department (U.S.). — *Statistics of Capital Movements*, 1936-1938.

WHITE. — *The French International accounts, 1880-1913*. Cambridge (Mass.) 1933.

EN LANGUE ALLEMANDE

Bank (Die), *Kapitalflucht-Kontrolle*, août 1937.

BÖHM-BAWERK. — *Kapital und Kapitalzins*, 4^e édit., Jena, 1921.

CASSEL. — *Das Goldproblem der Welt*, München, 1931.

— *Theoretische Sozialökonomie*, 5^e édit., Leipzig, 1932.

GREVEN. — *Währungsausgleichsfonds*, « *Bank-Archiv* » du 15 décembre 1937.

HAHN. — Son article *Kredit* dans le « *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* », 4^e édit., Jena, 1923.

HERMANN. — *Der Kapitalzufluss nach den Vereinigten Staaten. Ein Beitrag zum Problem des « heissen Geldes »*, « *Die Bank* », février 1938.

HICKS. — *Gleichgewicht und Konjunktur*, (traduction), « *Zeitschrift für Nationalökonomie* », juin 1933.

HOHLFELD. — *Der englische Währungsausgleichsfonds*, « *Bank-Archiv* » du 1^{er} octobre et du 15 novembre 1936.

KRÄMER. — *Das Auslandskapital in U.S.A.*, « *Gazette de Francfort* », du 29 mai 1938.

MACHLUP. — *Begriffliches und Terminologisches zur Kapitaltheorie*, « *Zeitschrift für Nationalökonomie* », 1931.

— *Die Theorie der Kapitalflucht*, « *Weltwirtschaftliches Archiv* », 1932, vol. 2.

MAIER. — *Goldwanderungen. Ein Beitrag zur Theorie des Geldes*, Jena, 1935.

MICKWITZ. — *Hot-Money-Abwehr*, « *Währung und Wirtschaft* », novembre, 1937.

NURKSE. — *Internationale Kapitalbewegungen*, Vienne, 1935.

PAULS. — *Heisses Geld in der Schweiz*, « *Bank-Archiv* » du 1^{er} avril 1938.

SCHUMPETER son article « *Kapital* » dans le « *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* », 4^e édit., Jena, 1923.

— *Die Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 4^e édit., 1935. (Traduction française par ANSTETT : *La théorie de l'évolution économique*, Paris, 1935).

WÄHRUNG UND WIRTSCHAFT. — *Die Schweiz und das Fluchtkapital*, février 1938.

EN LANGUE ITALIENNE

FANNO. — *I trasferimenti anormali dei Capitali e le crisi*, Turin, 1935.

Imp. F. BOISSEAU, Rue du Taur, 34 - TOULOUSE

